

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR

valtech_

EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE VALTECH

INITIEE PAR

SiegCo



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 15 décembre 2015, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis important

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de Valtech (www.valtech.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mis gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de Valtech, 30 boulevard Joseph II, L-1840 Luxembourg.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Valtech seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VALTECH	5
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	7
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	7
6.	ELEMENTS CONCERNANT VALTECH SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	8
7.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	11

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF, SiegCo, société anonyme de droit belge ayant son siège social situé 18 place Flagey, 1050 Bruxelles, Belgique, enregistrée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0872.680.888 (« **SiegCo** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Valtech, société européenne au capital de 3.330.923,32 euros, dont le siège social est situé 30 boulevard Joseph II, L-1840 Luxembourg, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 200337 (« **Valtech** » ou la « **Société** ») et dont les actions (les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0011505163 (mnémonique LTE), d'acquérir la totalité de leurs Actions au prix unitaire de 11,50 euros (le « **Prix de l'Offre** ») dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-10 du Code de commerce, l'Initiateur agit de concert avec Verlinvest, société de droit belge, dont le siège social est établi au 18 place Flagey, 1050 Bruxelles, Belgique, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0455.030.364 (« **Verlinvest** »).

A la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, de concert avec Verlinvest, 20.164.183 Actions représentant autant de droits de vote, soit 73,32% du capital et des droits de vote sur la base d'un nombre total de 27.503.262 Actions et autant de droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre vise la totalité des Actions existantes non détenues par l'Initiateur ou Verlinvest, à l'exception des 920.881 actions auto-détenues par la Société, compte tenu de la décision du conseil d'administration de la Société du 15 décembre 2015 de ne pas les apporter à l'Offre.

L'Offre porte donc sur un nombre maximum de 6.418.198 actions représentant 23,34% du capital et des droits de vote théoriques de la Société. Conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires de Valtech ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur mettra en œuvre, dans un délai maximum de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire. Cette procédure s'effectuera au même prix que l'Offre.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 du projet de note d'information de SiegCo déposé le 15 décembre 2015 auprès de l'AMF et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) (le « **Projet de Note d'Information** »).

1.1.1 Titres visés par l'Offre

L'Offre vise la totalité des Actions existantes non détenues par l'Initiateur ou Verlinvest, à l'exception des Actions auto-détenues, soit un nombre maximal de 6.418.198 Actions, représentant à la date du présent projet de note en réponse, 23,34% du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre ne porte pas sur :

- les bons de souscription d'actions remboursables non cotés émis par la Société le 12 juillet 2013 (les « **BSAR 1** ») dans la mesure où, conformément aux conditions d'émission des BSAR 1, ils ne sont pas cessibles (sauf au profit de la société Cosmoledo) et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des BSAR 1 émis se traduirait par la création de 2.699.980 actions Valtech ;

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- les bons de souscription d'actions remboursables non cotés émis par la Société le 28 janvier 2015 (les « **BSAR 2** ») dans la mesure où, conformément aux conditions d'émission des BSAR 2, ils ne sont pas cessibles et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des BSAR 2 émis se traduirait par la création de 810.644 actions Valtech ;
- les bons de souscription d'actions remboursables non cotés émis par la Société le 15 juin 2015 en vertu d'une décision du conseil d'administration de la Société du 21 avril 2015 (les « **NBSAR** »), dans la mesure où, conformément aux conditions d'émission des NBSAR, ils ne sont pas cessibles et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des NBSAR émis se traduirait par la création de 422.625 actions Valtech ;
- les bons de souscription d'actions remboursables non cotés émis par la Société le 1^{er} juillet 2015 (les « **NBSAR Canada** », ensemble avec les BSAR 1 et les BSAR 2 et les NBSAR, les « **BSAR** »), dans la mesure où, conformément aux conditions d'émission des NBSAR Canada, ils ne sont pas cessibles et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des NBSAR Canada émis se traduirait par la création de 70.000 actions Valtech.

En outre, l'Offre ne porte pas sur les actions Valtech qui résulteraient de l'exercice des BSAR, dans la mesure où ils ne sont pas exerçables à la date des présentes (les BSAR 1 et les BSAR 2 ne seront exerçables qu'à compter du 12 juillet 2016 ; les NBSAR et NBSAR Canada ne seront exerçables qu'à compter du 1^{er} juin 2018).

1.2 Termes de l'Offre

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs Actions en contrepartie d'une somme en numéraire de 11,50 euros par action.

1.3 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

L'Offre étant réalisée par achats sur le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution ; les frais de courtage (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) demeureront à la charge de l'actionnaire apportant ses actions à l'Offre. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est Banque Degroof Petercam.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 du Projet de Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion du présent projet de note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrits de manière plus détaillée respectivement aux sections 2.3 et 2.7 du Projet de Note d'Information.

Conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires de Valtech ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur, agissant de concert avec Verlinvest, mettra en œuvre, dans un délai maximum de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire. Cette procédure s'effectuera au même prix que l'Offre.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Dans l'hypothèse où il ne serait pas en situation de mettre en œuvre le retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve, au nom de la Société, la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris. Conformément à la réglementation en vigueur, Euronext Paris ne pourrait accepter cette dernière demande que si les résultats de l'Offre réduisaient fortement la liquidité du titre de telle sorte que la radiation de la cote soit de l'intérêt du marché.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

L'Initiateur détient une participation majoritaire dans Valtech à la suite de l'offre publique d'acquisition lancée par l'Initiateur sur les titres Valtech en 2010. L'Initiateur a, par ailleurs, accru sa participation dans Valtech à l'occasion de deux augmentations de capital de Valtech successives intervenues en mai 2012 et en novembre 2014 et qui lui ont été intégralement réservées.

A la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, de concert avec Verlinvest, 20.164.183 Actions représentant autant de droits de vote de la Société, soit 73,32% du capital et des droits de vote sur la base d'un nombre total de 27.503.262 Actions représentant autant de droits de vote de la Société.

Le projet d'Offre traduit la volonté de l'Initiateur, agissant en sa qualité d'actionnaire de contrôle de Valtech, et compte tenu du récent transfert du siège social de cette dernière au Grand Duché de Luxembourg, de se libérer des contraintes réglementaires et administratives de droit français, en retirant les actions de la Société de la cote du marché Euronext Paris. En outre, l'activité réalisée par la Société en France représentant une part résiduelle de son chiffre d'affaires consolidé, le maintien de la cotation sur le marché Euronext Paris n'est donc plus un atout, ni pour son développement, ni pour sa notoriété.

A la date du présent projet de note en réponse, la répartition du capital et des droits de vote de Valtech est la suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
SiegCo ⁽¹⁾	18 289 183	66,50%	18 289 183	66,50%
Verlinvest	1 875 000	6,82%	1 875 000	6,82%
Sous-total Verlinvest/SiegCo	20 164 183	73,32%	20 164 183	73,32%
Sebastian Lombardo ⁽²⁾	344 556	1,25%	344 556	1,25%
Laurent Schwarz ⁽³⁾	233 921	0,85%	233 921	0,85%
Auto-détention	920 881	3,35%	920 881	3,35%
Public	5 839 721	21,23%	5 839 721	21,23%
Total	27 503 262	100,00%	27 503 262	100,00%

(1) La société SiegCo est détenue à 86,57% par Verlinvest, à 8,95% par Cosmoledo et à 4,48% par Astove Sprl.

(2) Sebastian Lombardo détient 63% de Cosmoledo.

(3) Laurent Schwarz est le représentant permanent de la société Astove Sprl, administrateur de la Société. Le nombre d'actions mentionné inclut les actions détenues par Laurent Schwarz par l'intermédiaire de la société Luckyway.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VALTECH

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 15 décembre 2015, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre.

L'ensemble des membres du Conseil, était présent, à savoir : Messieurs Sebastian Lombardo, Frédéric de Mevius, Daniel Grossmann (représentant permanent de Next Consulting SPRL) et Laurent Schwarz (représentant permanent de Astove SPRL).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Sebastian Lombardo en qualité de Président du Conseil d'administration.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- du projet de note d'information établi par l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Degroof Petercam Finance ;
- du rapport de l'expert indépendant (le cabinet Farthouat Finance) ; et
- du projet de note en réponse établi par la Société.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration :

« *Le Conseil d'administration relève notamment que :*

- *le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 39,4% sur le cours de clôture des actions Valtech en date du 14 décembre 2015, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'Offre, et des primes de 35,3% et 39,2% respectivement calculées par référence aux moyennes des cours de clôture des actions Valtech (pondérées par les volumes quotidiens échangés) sur 1 mois et 3 mois avant cette date ;*
- *les conditions financières de l'Offre représentent une opportunité de liquidité immédiate à un prix attractif pour les actionnaires de la Société ;*
- *l'Offre traduit la volonté de l'Initiateur, agissant en sa qualité d'actionnaire de contrôle de Valtech, et compte tenu du récent transfert du siège social de cette dernière au Grand Duché du Luxembourg, de se libérer des contraintes réglementaires et administratives de droit français, en retirant les actions de la Société de la cote du marché Euronext Paris. En outre, l'activité réalisée par le Groupe en France représentant une part résiduelle de son chiffre d'affaires consolidé, le maintien de la cotation sur le marché Euronext Paris n'est donc plus un atout, ni pour son développement, ni pour sa notoriété ;*
- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite et de développement de l'activité opérationnelle de Valtech, l'Initiateur n'entendant pas modifier en profondeur ni la stratégie, ni la politique commerciale et financière de la Société ;*
- *l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de Valtech en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines ;*
- *dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires, auto-détention exclue, ne détiendraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur procèdera à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, moyennant une indemnité de 11,50 euros par action ou à défaut, si les conditions le permettent, demandera la radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Paris ;*
- *le rapport de l'expert indépendant conclut que le prix de 11,50€ offre des primes sur tous les critères, y compris sur celui des transactions sectorielles et intègre la forte croissance attendue par le management notamment via des acquisitions qui par hypothèse ne peuvent être garanties ni quant à leur réalisation, ni quant à leur calendrier ou à leur coût. Par ailleurs, il conclut que ce prix de 11,50€ par action VALTECH est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée ainsi que pour le retrait obligatoire qui suivra si les conditions de détention sont atteintes.*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

À la lumière des considérations qui précèdent et des discussions auxquelles elles ont donné lieu, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment par l'Expert Indépendant, le Conseil d'Administration, statuant à l'unanimité, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette Offre représente, à un prix particulièrement attractif, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire, le Conseil d'administration, à l'unanimité, recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

A cet égard, les administrateurs qui détiennent des actions Valtech indiquent qu'ils ont l'intention de les apporter à l'Offre.

En effet :

- *Monsieur Sebastian Lombardo s'est engagé à apporter à l'Offre les 344.556 actions qu'il détient à la date du présent projet de note d'information ;*
- *Monsieur Laurent Schwarz s'est engagé à apporter à l'Offre les 233.921 actions qu'il détient, directement et indirectement, à la date du présent projet de note d'information.*

En outre, le Conseil d'administration décide que les 920.881 actions auto-détenues par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre. »

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet Farthouat Finance a été désigné le 10 novembre 2015 par le conseil d'administration de Valtech en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et le retrait obligatoire éventuel.

Ce rapport est reproduit en **Annexe 1**.

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

5.1 Engagements d'apport à l'Offre

Néant.

Certains actionnaires de la Société (également administrateurs) ont fait part de leur intention d'apporter leurs Actions à l'Offre :

- Monsieur Sebastian Lombardo a l'intention d'apporter les 344.556 Actions qu'il détient directement et indirectement à l'Offre ; et
- Monsieur Laurent Schwarz a l'intention d'apporter les 233.921 Actions qu'il détient directement et indirectement à l'Offre.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

5.2 Mécanisme de liquidité offert aux porteurs de BSAR

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution de BSAR au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société, portant, à la date du présent projet de note en réponse, sur un nombre total de 28.577.622 BSAR.

Si les conditions du retrait obligatoire sont réunies et si l'Initiateur en demande la mise en œuvre, l'Initiateur proposera, aux choix des porteurs de BSAR, deux mécanismes alternatifs de liquidité portant sur les BSAR et les actions résultant de l'exercice des BSAR.

Le premier mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme A** ») consisterait en :

- une promesse d'achat consentie par l'Initiateur aux titulaires des BSAR, exerçable à compter de la date d'exercice effective des BSAR par chaque titulaire de BSAR pendant une période de 3 mois, étant précisé que le prix de ladite promesse d'achat sera déterminé selon une méthode cohérente avec celle utilisée pour déterminer le montant de l'indemnisation par Action dans le cadre du retrait obligatoire (la « **Promesse d'Achat n°1** ») ;
- une promesse d'achat consentie par l'Initiateur aux titulaires des BSAR, portant sur les BSAR et/ou les actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR, exerçable en cas de cession par l'Initiateur à un tiers de tout ou partie de ses actions Valtech entraînant un changement de contrôle au niveau de Valtech, aux mêmes conditions notamment de prix que celles proposées par ledit tiers à l'Initiateur (la « **Promesse d'Achat n°2** ») ;
- une promesse de vente consentie par les titulaires des BSAR à l'Initiateur, portant sur les BSAR et/ou actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR, exerçable en cas de cession par l'Initiateur à un tiers de tout ou partie de ses actions Valtech entraînant un changement de contrôle au niveau de Valtech, aux mêmes conditions notamment de prix que celles proposées par ledit tiers à l'Initiateur (la « **Promesse de Vente** »).

Alternativement, le second mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme B** ») consisterait en :

- une extension d'une durée de 3 ans de chacune des périodes d'exercice des BSAR ;
- une Promesse d'Achat n°2 ; et
- une Promesse de Vente.

La société Cosmoledo (société contrôlée par Monsieur Sebastian Lombardo) a d'ores et déjà fait savoir à l'Initiateur qu'elle optait pour le Mécanisme B.

6. ELEMENTS CONCERNANT VALTECH SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de Valtech s'élevait à 3.330.923,32 euros, divisé en 27.503.262 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,1212 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Il est précisé que les 28.577.622 BSAR en circulation ne sont pas cessibles (sauf au profit de la société Cosmoledo s'agissant des BSAR 1) et ne peuvent donc être apportés à l'Offre. En outre, les BSAR 1 et les BSAR 2 ne seront exerçables, pour partie, qu'à compter du 12 juillet 2016 ; les NBSAR et les NBSAR Canada ne seront exerçables, pour partie, qu'à compter du 1^{er} juin 2018. Les titulaires des BSAR ne pourront donc pas les exercer pendant la période d'Offre.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

A la connaissance de Valtech et selon les dernières informations sur les franchissements de seuil communiquées, à la date du présent projet de note en réponse, le capital de Valtech est réparti comme indiqué à la section 2 ci-dessus.

6.2 Titres donnant accès au capital

Il n'existe par ailleurs aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société à la date du présent document, autres que les 28.577.622 BSAR encore en circulation et qui ne sont ni cessibles ni exerçables pendant la période d'Offre.

6.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Valtech ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

Depuis le 1^{er} janvier 2015, la Société a été avisée des franchissements de seuils suivants :

- par courrier en date du 30 mars 2015, la Financière de l'Echiquier a notifié à la Société avoir franchi à la hausse le seuil de 2% du capital le 27 mars 2015 ;
- par courrier en date du 3 novembre 2015, la Financière de l'Echiquier a notifié à la Société avoir franchi à la baisse le seuil de 2% du capital le 30 octobre 2015 et détenir 474.639 actions soit 1,73% du capital et des droits de vote, via les OPCVM qu'elle gère.

Hormis les actionnaires mentionnés à la section 2 ci-dessus, aucun actionnaire détenant plus du seuil de 5% du capital et des droits de vote de Valtech ne s'est fait connaître auprès de Valtech, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital de Valtech dont cette dernière aurait eu connaissance.

6.4 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

6.4.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils (voir ci-après), n'est applicable à l'exercice des droits de vote et il n'existe pas de restrictions statutaires aux transferts d'actions.

L'article 10.2 des statuts de la Société prévoit que tout actionnaire, agissant seul ou de concert, qui viendra à posséder plus de 2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50%, ou 2/3 du capital ou des droits de vote, devra informer la Société du nombre total d'actions et des droits de vote détenus, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, dans un délai de 4 jours de bourse à compter du jour où il a connaissance du franchissement de ces seuils de participation. Il en sera de même chaque fois que sa participation deviendra inférieure à chacun desdits seuils.

L'inobservation des dispositions qui précèdent est sanctionnée par la privation des droits de vote pour les actions ou droits qui y sont attachés excédant la fraction non déclarée et ce pour toute Assemblée d'actionnaires qui se tiendra jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification prévue ci-dessus, si l'application de cette sanction est demandée par un ou plusieurs actionnaires détenant 2% au moins du capital de la Société. Cette demande est consignée au procès-verbal de l'Assemblée Générale.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice du droit de vote.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6.4.3 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Valtech

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

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

Néant.

6.6 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

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de Valtech

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est une société européenne de droit luxembourgeois.

La Société est administrée par un conseil d'administration de 3 à 18 membres, nommés par l'assemblée générale des actionnaires, renouvelés dans leurs fonctions et révocables par elle.

La durée de leurs mandats est de quatre ans, sous réserve des dispositions relatives à la limite d'âge.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

En cas de vacance par décès ou démission, le conseil d'administration peut pourvoir provisoirement au remplacement de ses membres. Les nominations provisoires effectuées par le conseil d'administration sont ratifiées par la prochaine assemblée ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement restent toutefois valables. Si le nombre des administrateurs en fonction est inférieur à trois, le ou les administrateurs restants doivent convoquer, sans délai, l'assemblée générale ordinaire pour compléter le conseil d'administration. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que jusqu'à l'expiration du mandat de son prédécesseur.

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

La modification des statuts requiert une décision de l'Assemblée Générale prise à une majorité qui ne peut être inférieure aux deux tiers des voix exprimées ; les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote ou s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

Les Assemblées Générales Ordinaires et Extraordinaires statuant dans les conditions de quorum et de majorité prescrites par les dispositions qui les régissent respectivement, exercent les pouvoirs qui leur sont attribués par la loi. Les décisions de l'Assemblée Générale sont prises à la majorité des voix valablement exprimées.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Toutefois, l'Assemblée ne peut augmenter les engagements des actionnaires ni supprimer des droits acquis individuels sauf l'accord unanime des actionnaires.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Délégations de compétence / autorisations	Plafond	Durée	AGE ayant pris la décision
Rachat d'actions	10% du capital social à quelque moment que ce soit	12 mois à compter de l'immatriculation de la Société au Luxembourg	AGE du 30 juin 2015 (14 ^{ième} résolution)
Emission de tout type de valeurs mobilières, avec ou sans droit préférentiel de souscription, réservée ou non	augmentation de capital : 3 millions d'euros en valeur nominale émission de titres de créances : 80 millions d'euros en montant nominal capital autorisé plafonné à 6.330.923,32 euros	5 ans à compter de la date de publication des statuts de la Société au Recueil des Sociétés et Associations du Luxembourg	AGE du 30 juin 2015 (15 ^{ième} résolution)

6.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par Valtech

Néant.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de Valtech et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

7. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Sebastian Lombardo – Président-Directeur Général

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT-FARTHOUAT FINANCE-DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE, LE CAS ECHEANT, D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE INITIEE SUR LES ACTIONS DE VALTECH.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée-qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire si les conditions sont réunies-initiée par SiegCo sur les actions de VALTECH, Farthouat Finance a été désigné comme expert indépendant au titre de l'article 261-1-I et II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert de 11,50€ par action VALTECH.

I-PRESENTATION DE VALTECH ET CONTEXTE DE LA MISSION

Présentation de VALTECH

Valtech SE [Euronext Paris : FR0011505163 - LTE] est une agence de marketing digital pionnière dans les technologies avec une présence dans 12 pays (Allemagne, Australie, Canada, Danemark, Etats-Unis, France, Luxembourg, Inde, Royaume-Uni, Singapour, Suède et Suisse) et environ 1 500 collaborateurs. En tant qu'acteur « digital full service », Valtech sait apporter de la valeur à ses clients à toutes les étapes d'un projet digital : conseil en stratégie, conception, création graphique, développement et optimisation de plateformes digitales critiques pour l'entreprise. Grâce à son engagement reconnu dans l'innovation et l'agilité, Valtech aide les grandes marques à se développer et augmenter leur chiffre d'affaires grâce aux technologies du web tout en optimisant les délais de commercialisation (Time-to-Market) et le retour sur investissement (ROI). Les activités généralement comprises dans le « numérique » sont :

- la création de sites Internet et de sites intranet,
- le conseil en marketing direct par Internet,
- l'expertise en réseaux sociaux,
- la création publicitaire et la communication sur Internet...

Le potentiel de développement de l'activité de Valtech est notamment lié à la très forte croissance attendue du marché du fait :

- du développement de la publicité sur mobiles (smartphones, tablettes),
- de l'explosion du nombre de données consommateur à traiter liée-au-delà des mobiles- aux objets connectés,
- du passage du e-commerce au m-commerce.

Actionnariat/Gouvernance

Valtech a initié depuis plusieurs exercices une phase de retournement et de transformation avec le soutien de son actionnaire principal, SiegCo, qui a notamment souscrit une augmentation de capital réservée en octobre 2014 à l'issue de laquelle elle détient, conjointement avec Verlinvest avec qui elle agit de concert, plus de 70% du capital de Valtech.

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	En % du capital
Siegco	18 289 183	66,5%
Verlinvest	1 875 000	6,8%
Total SiegCo+Verlinvest	20 164 183	73,3%
Sebastian Lombardo	344 556	1,3%
Laurent Schwarz	233 931	0,9%
Auto-détenues	159 180	0,6%
Public	6 601 412	24,0%
Total	27 503 262	100,0%

Suite à l'augmentation de capital intervenue en octobre 2014, SiegCo détient 18 289 183 actions Valtech représentant autant de droits de vote, soit 66,50% du capital, et 66,50% des droits de vote de la Société. SiegCo est une société de droit belge codétenue directement ou indirectement par Verlinvest (86,57 %), la

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

société Cosmoledo (8,95 %) contrôlée par Sebastian Lombardo, et Laurent Schwarz (4,48 %) via la société Astove.

La société est dirigée depuis 2010 par Sebastian Lombardo. Son Conseil d'administration composé de 4 membres s'est réuni 9 fois en 2015 préalablement à la séance du 15 décembre qui permettra aux Administrateurs de se prononcer sur la présente Offre Publique.

Date	Ordre du jour
10/11/2015	Nomination expert indépendant
20/10/2015	CA 3e trim 2015, communiqué, objectif 2015, sujet Volkswagen
27/08/2015	Arrêté Comptes semestriels consolidés 2015
15/07/2015	Chiffre d'Affaires consolidé 1er semestre 2015
30/06/2015	Acquisition william, pas d'Offre dans le cadre du transfert du siège social
11/05/2015	Modifications siège social, projet résolutions AG 30 juin 2015
21/04/2015	CA 1er trimestre 2015 et émission nouveaux BSAR
18/03/2015	Arrêté comptes annuels sociaux et consolidés 2014 et objectifs 2015
27/01/2015	CA 4e trimestre 2014

Les dirigeants du groupe sont associés aux résultats de la mise en œuvre de la stratégie via la détention de BSAR qui donneront lieu à l'émission d'actions nouvelles s'ils sont exercés.

Transfert siège du social

L'Assemblée Générale du 30 juin 2015 a voté le transfert du siège social au Luxembourg. Conformément aux dispositions des articles L.229-2 alinéa 3 et R.229-3 du Code de commerce, les actionnaires de la Société qui votent contre le transfert, peuvent former opposition audit transfert. En cas d'opposition, les actionnaires peuvent obtenir le rachat de leurs actions. La Société adresse à l'actionnaire ayant voté contre le projet de transfert du siège social et demandant le rachat de ses actions, une offre de rachat de ses actions. L'offre de rachat comprend le prix offert par action, lequel est déterminé sur la base d'une évaluation établie conformément aux dispositions de l'article L.433-4 II du Code Monétaire et Financier. Aucun actionnaire de Valtech n'ayant voté contre le projet de transfert de siège social à Luxembourg, il n'a pas été nécessaire d'arrêter le prix d'une éventuelle Offre de Rachat.

Historique des Résultats

Croissance du CA	3% 12% 29%			
	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	30/06/2015
Chiffre d'Affaires	133 731	137 548	154 449	87 600
Marge Brute	41 144	44 005	51 861	29 100
en %	30,8%	32,0%	33,6%	33,2%
Coûts commerciaux	-11 505	-8 896	-9 023	-5 200
Coûts administratifs	-29 444	-31 469	-35 573	-19 100
Ebitda ajusté	2 600	7 000	9 800	6 800
Ebitda	2 600	4 700	8 480	5 700
ROP courant	195	3 640	7 265	5 500
Coûts de restructuration	-374	-1 179	-1 671	-600
Autres produits et charges d'exploitation	354	-493	11	-500
Perte de valeur des goodwills			-1 811	
Ebit	175	1 968	3 794	4 400
en %	0,13%	1,43%	2,46%	5,02%

Historique par zone d'activité

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

CA Groupe (M€)	31/12/2013	31/12/2014
Europe du Nord	65,1	93,9
Etats-Unis	36	29,6
Europe du Sud	36,3	30,1
Asie Pacifique	10	10,8
Eliminations intragroupe	-10	-10
Total	137,5	154,4

Valtech réalise une part significative de son activité en Europe du Nord, en forte croissance.

Europe du Nord (M€)	31/12/2013	31/12/2014
Chiffre d'Affaires	65	93,9
Ebitda ajusté	5	12,1
Marge Ebitda ajusté	7,5%	12,9%
Ebitda	4,5	12,1
Collaborateurs moyenne annuelle)	422	509

Avec près de 100M€ de chiffre d'affaires générant une marge d'Ebitda proche de 13%, la zone Europe du Nord est contrastée avec des pays comme la Suède et la Norvège qui ont atteint une taille significative et qu'on peut qualifier de marchés matures alors que le Royaume-Uni garde un fort potentiel de développement.

Etats-Unis (M€)	31/12/2013	31/12/2014
Chiffre d'Affaires	36	29,6
Ebitda ajusté	-0,8	-0,7
Marge Ebitda ajusté	-2,2%	-2,4%
Ebitda	-0,9	-0,8

Les Etats-Unis ont une contribution historiquement limitée en chiffre d'affaires et négative en résultat mais il s'agit de la zone qui connaît les plus grands changements avec un repositionnement complet de l'activité sur le digital et la réduction puis la cession des activités historiques dans ce pays.

Europe du Sud (M€)	31/12/2013	31/12/2014
Chiffre d'Affaires	36,3	30,1
Ebitda ajusté	0,9	-1,4
Marge Ebitda ajusté	2,5%	-4,7%
Ebitda	0,3	-1,6
Collaborateurs moyenne annuelle)	285	213

La zone Europe du Sud correspond à la France dont l'activité est réduite afin de mettre fin aux contrats considérés comme non rémunérateurs dans un contexte économique qui reste difficile.

Asie Pacifique (M€)	31/12/2013	31/12/2014
Chiffre d'Affaires	10	10,8
Ebitda ajusté	2	1,6
Marge Ebitda ajusté	19,6%	14,8%
Ebitda	2	1,6
Collaborateurs moyenne annuelle)	531	473

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Enfin la zone Asie Pacifique qui est appelée à se développer suite aux mouvements récents (acquisition australienne, ouverture du bureau à Singapour) est historiquement centrée sur le centre offshore du groupe en Inde.

Contexte de la mission

Compte tenu du récent transfert du siège social de Valtech au Grand Duché du Luxembourg et de la part résiduelle de l'activité exercée en France, l'actionnaire majoritaire souhaite se libérer des contraintes réglementaires et administratives de droit français, en retirant les actions de la Société de la cote du marché Euronext Paris.

Dans ce contexte, Farthouat Finance a été nommé comme expert indépendant au titre de l'article 261-1-I et II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et du retrait obligatoire qui suivra si les conditions de détention le permettent.

II-PRESENTATION DE FARTHOUAT FINANCE ET DECLARATION D'INDEPENDANCE

Farthouat Finance, qui a été créée en 2008, intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise et d'analyse financière indépendante. Détenue par son management, Farthouat Finance a un positionnement lui permettant d'éviter les conflits d'intérêts. Farthouat Finance dispose des moyens nécessaires à l'exécution de ses missions, notamment des bases de données permettant la mise en œuvre d'une évaluation multicritères. Les missions d'expertise et d'évaluation sont menées par Marie-Ange Farthouat, qui a plus de 20 ans d'expérience en analyse financière et évaluation et qui a réalisé plus de 70 opérations similaires depuis 1995, date des premiers retraits obligatoires. Marie-Ange Farthouat est membre de la Sfaf et de la Sfev et est également expert judiciaire près la Cour d'Appel de Versailles.

Membre fondateur de l'APEI, Marie-Ange Farthouat et Farthouat Finance ne font partie aujourd'hui d'aucune association reconnue par l'AMF au titre de son règlement général. Les procédures mises en place garantissent la qualité des travaux menés, le respect des critères applicables aux missions d'expertise indépendante soumises à l'AMF ainsi que l'attention particulière accordée aux conflits d'intérêts potentiels.

Au cours des 18 derniers mois, Farthouat Finance a réalisé 5 expertises indépendantes :

Société visée	Initiateur	date	Type d'Offre	Etablissement présentateur/Evaluateur
CNIM	Soluni	août-14	OPAS	Crédit Agricole CIB/Natixis
Groupe GO SPORT	Rallye	sept-14	OPAS-RO	Oddo Corporate Finance
SI Participations	SI Participations	mars-15	OPRA	Neufilize OBC
OROLIA	Orolia	avr-15	OPRA	Banque Degroof/Aforge Degroof
Züblin Immobilière France-ZIF	ns	juin-15	émission	ns

Avec VALTECH et ses actionnaires: Farthouat Finance et ses associés n'ont jamais été mandatés par la société ou ses actionnaires pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Farthouat Finance est en mesure d'attester de l'absence de tout lien, passé présent ou futur connu d'elle, avec les personnes et sociétés concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente opération. Cette déclaration est également valable pour Olivier Marrot, professionnel qualifié ayant réalisé le contrôle qualité de la mission.

III-DILIGENCES EFFECTUEES, PRINCIPAUX DOCUMENTS ANALYSES ET REMUNERATION DE L'EXPERT

La présente mission a été menée par Marie-Ange Farthouat, associée, et s'est déroulée entre le 10 novembre 2015, date du Conseil d'Administration ayant décidé de notre nomination, et le 15 décembre 2015, date du Conseil d'Administration de VALTECH qui s'est prononcé sur l'opération. Le contrôle qualité a été réalisé

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

par Olivier Marrot, analyste financier membre de la SFAF qui dispose de plus de 20 ans d'expérience en matière d'évaluation.

Le calendrier de l'opération s'est déroulé selon les principales phases suivantes :

- semaine du 9 novembre 2015 : proposition de mission,
- semaine du 16 novembre 2015 : nomination de Farthouat Finance, réception du Business Plan, collecte des informations sur le secteur et les sociétés comparables,
- semaine du 23 novembre 2015 : travaux d'évaluation,
- semaine du 30 novembre 2015 : analyse multicritères, examen des documents juridiques, réunions (call) avec les représentants de Valtech portant à titre principal sur le Business Plan,
- semaine du 7 décembre 2015 : finalisation des travaux d'évaluation, contrôle qualité et rédaction du rapport d'expertise,
- semaine du 14 décembre 2015 : finalisation du rapport d'expertise et dépôt à l'AMF.

Les diligences pour mener cette mission ont notamment porté sur :

- l'étude détaillée de l'historique boursier de l'entreprise : cours de bourse, prix et volumes, transactions récentes, interventions éventuelles de la société et de ses actionnaires sur le marché du titre,
- l'analyse de l'information diffusée par la société et ses actionnaires : communiqués de presse, comptes historiques sur 3 ans, évolution de l'actionnariat et avis de franchissement de seuil,
- les éléments juridiques, procès-verbaux des assemblées générales et des Conseils d'Administration, permettant de vérifier la nature des principaux points évoqués lors de ces réunions et leur éventuel impact sur nos travaux,
- l'analyse critique du business plan avec des échanges tant avec le management de VALTECH qu'avec l'établissement évaluateur afin de s'assurer de la pertinence et de la cohérence des éléments retenus pour l'évaluation. Conformément à la pratique de l'expertise indépendante, les éléments historiques et prévisionnels qui nous ont été fournis n'ont pas fait l'objet d'un audit de notre part,
- la recherche de sociétés cotées et de transactions comparables et la récupération des données via nos bases de données ainsi que sur les sites internet des sociétés concernées. Pour chaque société composant l'échantillon, lecture et analyse des derniers communiqués et rapports annuels pour prendre en compte les données comptables et extra comptables,
- la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des cash-flows nécessitant notamment des calculs détaillés de cash-flows futurs, la normalisation du cash-flow pour le calcul de la valeur terminale ainsi que les différents éléments techniques composant les paramètres d'évaluation, taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini.
- le contrôle de tous les éléments permettant d'apprécier la valeur de VALTECH au travers de l'approche multicritères préconisée par les textes,
- les échanges avec la personne en charge de la revue des travaux/contrôle qualité,
- l'obtention d'une lettre d'affirmation portant sur les points jugés clefs pour l'appréciation du caractère équitable du prix de l'Offre,
- la rédaction du rapport d'expertise incluant les principaux éléments et arguments permettant de conclure au caractère équitable du prix proposé pour la présente opération.

Mécanisme de liquidité des BSAR

Nous avons pris connaissance des éléments contenus dans la note d'information sur le mécanisme mis en place pour organiser la liquidité future des actions issues de l'exercice des BSAR actuellement non exerçables. Ils prévoient plusieurs alternatives, basées sur la cession des actions issues de l'exercice des BSAR :

- soit à un « prix déterminé selon une méthode cohérente avec celle utilisée pour déterminer le montant de l'indemnisation par Action dans le cadre du retrait obligatoire »,

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- ou « aux mêmes conditions notamment de prix que celles proposées par un tiers à l'Initiateur » en cas de changement de contrôle.

Connaissance prise de ces éléments, ce mécanisme ne contient pas de clause susceptible de remettre en cause notre appréciation sur le caractère équitable du prix de la présente Offre Publique.

Documentation

Nous avons recherché un certain nombre d'informations sur la société VALTECH, le secteur et les pays dans lesquels elle intervient, les sociétés comparables et les transactions sectorielles via les informations publiques disponibles ainsi que par Infinaf, base de données à laquelle nous sommes abonnés.

Outre ces informations, comprenant notamment les comptes annuels de VALTECH sociaux et consolidés certifiés sur trois ans s'arrêtant au 31/12/2014 et les Documents de Référence afférents, la société et l'établissement évaluateur ont également mis à disposition de Farthouat Finance les principaux éléments suivants :

Nature de l'information	Date	Forme	Source
Information Financière Publiée			
CA 3e trimestre 2015	21-oct-15	communiqué	Site internet
Résultats semestriels	01/09/2015	présentation	Site internet
Investor day	02-juil-15	présentation	Site internet
CA 1er semestre 2015	29-juin-15	communiqué	Site Internet
Document de Référence 2014	30-avr-15	DDR	Site Internet
Plan Rocket	21/10/2014	Communiqué	Site internet
Opérations			
Note d'opération augmentation de capital réservée		Fichier PDF	Site AMF
Note d'opération complémentaire		Fichier PDF	Site AMF
Business Plan			
BP 2015-2018		Fichier excell	Société
Juridique			
PV Conseil d'Administration	2013-2015	Fichier PDF	Société
PV Assemblée Générale	2013-2015	Fichier PDF	Société
Actionariat, dilution	nov-15	Fichier excell/PDF	Société

Personnes rencontrées : des contacts et échanges ont eu lieu avec des membres du management de VALTECH, des représentants de Verlinvest, actionnaire majoritaire de VALTECH ainsi que des représentants de Degroof Petercam Finance, établissement en charge des travaux d'évaluation :

Pour VALTECH :

- Monsieur Sebastian Lombardo, Président Directeur Général de VALTECH,
- Monsieur Laurent Pretet, Directeur Financier de VALTECH,
- Madame Alexandra de la Martinière, Secrétaire Général de VALTECH

Pour Verlinvest, actionnaire majoritaire (directement et via SiegCo) de VALTECH

- Madame Joséphine Théron Associate

Pour Degroof Petercam Finance

Arnaud Saint-Clair, Nicolas Aftimos et Théodora Xu.

Rémunération de Farthouat Finance

La rémunération de Farthouat Finance s'élève à 45 000€ HT, montant forfaitaire intégrant l'ensemble des travaux réalisés conformément à la réglementation et tenant compte des spécificités de l'opération.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

IV-ANALYSE MULTICRITERES

Critères écartés

Les approches par le dividende sont moins pertinentes que l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de valoriser VALTECH sur la base de la totalité des flux de trésorerie disponible. Ces approches, qui reposent sur une hypothèse de taux de distribution, sont très sensibles aux décisions du ou des actionnaires en la matière. Au cas particulier, aucun dividende n'a été distribué au cours des 5 derniers exercices.

La référence à l'actif net comptable (ou réévalué) est généralement écartée pour des sociétés autres que financières, immobilières ou patrimoniales. L'actif net comptable consolidé de VALTECH s'élève à 59,5M€, soit 2,16€ par action (non dilué) au 30/06/2015. Le montant des capitaux propres a été significativement renforcé par l'augmentation de capital de 27M€ réalisée fin 2014 mais reste limité car il intègre les reports à nouveau négatifs du fait de l'historique de pertes généré par Valtech sans prendre en compte ses perspectives bénéficiaires.

Il n'a pas été non plus retenu la référence à l'augmentation de capital de décembre 2014 dans la mesure où l'opération n'est pas vraiment comparable à la présente Offre et a été réalisée il y a environ 1 an, soit un délai long pour une société comme Valtech, dont le redressement ne s'est traduit que récemment dans les résultats.

Critères retenus

Le cours de bourse a été retenu car il bénéficie d'une liquidité convenable et la référence aux objectifs de cours des analystes qui suivent le titre a été analysée.

L'actualisation des cash-flows disponibles est au cas particulier pertinente et a été mise en œuvre à partir du Business Plan mis à jour par le management de la société en novembre 2015.

La référence aux multiples de transactions comparables a été retenue sur la base d'un échantillon relativement restreint d'opérations qui donnent des indications utiles sur les multiples payés pour des sociétés assez proches en termes d'activité et de taille.

Enfin, la méthode des comparaisons boursières a également été mise en œuvre mais à titre de recoupement dans la mesure où il n'existe pas aujourd'hui de sociétés cotées réellement comparables à Valtech tant en termes d'activité et que de taille.

4-1 Données prises en compte

4-1-1 Nombre d'actions

Le capital de Valtech est composé de 27 503 262 actions.

La dilution potentielle est liée à l'émission de BSAR détenus par le management qui ne sont pas aujourd'hui exerçables mais sont « dans la monnaie » (prix d'exercice inférieur au cours de bourse/à la valeur de Valtech) et doivent donc être pris en compte.

L'exercice des BSAR conduirait à la création de 4 003 250 actions pour un apport de trésorerie de 12,6M€. La société détient 159 180 actions au 31/12/2014 qui doivent être déduites du nombre total d'actions.

Le nombre d'actions prises en compte est en conséquence de 31 347 332 actions Valtech.

4-1-2 Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres de VALTECH

VALTECH a une trésorerie nette de 25,3M€ à laquelle il convient d'ajouter :

- l'apport de trésorerie lié aux BSAR,
- le montant attendu de la cession de l'activité IT résiduelle aux USA,
- une correction positive liée à la saisonnalité du BFR qui est anormalement élevé à la date de clôture,
- la valorisation des reports fiscaux déficitaires américains. Les reports fiscaux français n'ont pu être valorisés car les résultats attendus en France seront faibles mais ne sont pas connus précisément.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

En revanche il a été tenu compte de cet élément dans le calcul de l'impôt normatif qui est de ce fait minoré. Il convient également de souligner qu'en l'absence de perspective de récupération, ces reports ne sont pas activés au bilan de Valtech.

Au montant obtenu ont été retranchés les engagements de retraites et les provisions pour litiges nettes d'impôts dont le montant est légèrement supérieur au passif enregistré comptablement sur la base d'une analyse réalisée récemment par le Groupe.

Au total, le montant pris en compte s'élève à 41,2M€ qui s'ajoute à la valeur de l'activité de Valtech.

Trésorerie/Passage VE	K€
Trésorerie Nette (31/12/2014)	25 276
Apport BSAR	12 616
Provisions	-2 130
Engagements de retraite	-354
Correction BFR	2 000
Reports américains	1 900
Cession activités USA	1 900
Total	41 208

4-1-3 Eléments prévisionnels

Le Business Plan a été mis à jour par la direction de VALTECH en novembre 2015.

Les éléments chiffrés correspondent aux objectifs extériorisés par le management de Valtech via le Plan Rocket qui prévoit à horizon 2017 :

- d'atteindre un Chiffre d'Affaires à taux de change constant compris entre 250M€ et 260M€ en associant croissance organique à deux chiffres et acquisitions ciblées et d'intégrer le Top 5 des agences de marketing digital et technologique,
- de porter sa marge d'Ebitda ajusté (hors charges/Bsar et éléments exceptionnels) dans une fourchette comprise entre 11% et 12% de son chiffre d'affaires.

Avec trois axes stratégiques qui sous tendent ce développement :

- un plan d'acquisitions ciblées,
- une internationalisation accrue,
- la mise au point de nouvelles offres (Data, sectorielles). Le business Plan a été prolongé d'un an afin de disposer de trois années de prévisionnel au-delà de l'exercice en cours qui est en train de s'achever. Suite aux échanges avec la société, nous avons également disposé des éléments suivants :
- l'éventuel impact pour Valtech des problèmes rencontrés par Volkswagen ne pouvant être chiffré, il n'a pas été pris en compte, étant souligné qu'il devrait rester limité au regard de la croissance attendue pour l'ensemble du groupe à court terme,
- des précisions nous ont été fournies concernant les niveaux normatifs de BFR, d'investissements (qui restent limités) et d'impôts,
- il nous a été confirmé que le Business Plan intègre de la croissance externe et les décaissements estimés pour cette dernière nous ont été transmis.

Appréciation des hypothèses retenues

Les objectifs fixés par le plan Rocket sont ambitieux mais réalisables dans la mesure où ils reposent sur le travail réalisé depuis 3/5 ans pour repositionner Valtech sur le marché du marketing digital, travail qui a porté ses fruits en 2014 avec une croissance du chiffre d'affaires de 12%.

La croissance de l'activité d'environ 15% par an en prévisionnel est soutenue par :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- le développement stratégique en Amérique du Nord sur le marché digital -après le désengagement des activités historiques-par des gains de nouveaux clients et de nouvelles offres mais également grâce à la croissance externe,
- la hausse du Chiffre d'Affaires en Europe du Nord (Suède, Danemark, Allemagne, Royaume-Uni et Suisse) qui repose notamment sur le fort potentiel de croissance au Royaume-Uni.
- la décroissance des activités historiques en France, le Groupe se concentrant sur les contrats jugés stratégiques,
- la montée en puissance de Valtech en Asie-Pacifique (Australie, Inde et Singapour) grâce au développement des filiales indiennes et australienne compte tenu de l'acquisition de Neon Stingray et à l'ouverture d'un bureau à Singapour en 2014.

Le plan d'affaires fait ressortir une amélioration de la marge d'EBITDA ajusté pour atteindre un niveau en ligne avec l'objectif présenté par la Société au marché (marge d'EBITDA ajusté comprise entre 11% et 12%).

Pour atteindre ces objectifs, le groupe s'appuie sur le désengagement des activités historiques peu rentables (France et USA), le développement des offres de marketing digital dans des zones à plus fortes marges (Europe du Nord et Amérique du Nord, surtout) ainsi que la maîtrise des charges fixes qui pourrait être renforcée par l'implantation de centres offshore en Europe de l'Est et en Amérique du Nord.

Le doublement de l'Ebitda entre 2015 et 2017 qui résulte de ce plan est un objectif atteignable qui dépend cependant d'aléas liés à :

- la réalisation de la croissance externe qui apporte 35M€ de chiffre d'affaires supplémentaire en 2016 et 2017 pour des décaissements estimés à 17,5M€ situant les multiples d'acquisition dans le bas de la fourchette historiquement constatée par le Groupe,
- le développement en Amérique du Nord qui est un marché très récent pour Valtech s'agissant d'offres de marketing digital,
- la taille modeste du Groupe qui induit une concentration relativement élevée sur certains clients,
- la maîtrise de la sous-traitance : on soulignera que la forte croissance de Valtech s'accompagne d'une hausse de la sous-traitance au-delà des objectifs fixés. Ainsi en 2014, pour faire face à la demande des clients, la charge de travail sous-traitée a atteint 18,9% du chiffre d'affaire, contre 15,4% en 2013 et 18% en 2012 alors que l'objectif à moyen long terme est de maintenir un taux de sous-traitance d'environ 12% (source : Document de Référence 2014).

A l'inverse, au-delà de la période couverte par le Business Plan, si les objectifs sont atteints, alors la taille du Groupe devrait lui permettre des économies d'échelles induisant une nouvelle croissance de ses marges.

4-2 Cours de bourse

4-2-1 Historique du cours de bourse

VALTECH est coté sur le compartiment C d'Euronext dans des volumes moyens suffisants pour considérer ce critère comme pertinent.

Valtech reste cependant une « small cap » avec une capitalisation d'environ 230M€ et des échanges journaliers représentant 23,5K€ (moyenne 1 an arrêtée au 8 décembre 2015)

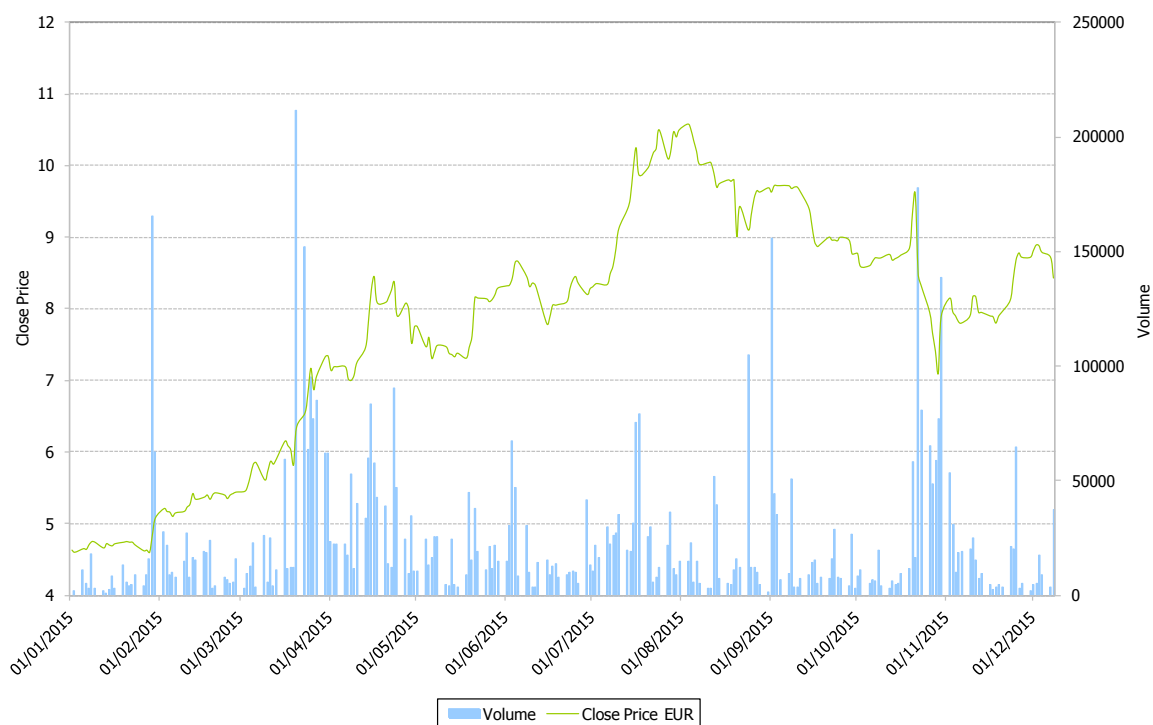
La cotation de Valtech s'accompagne il nous semble de certaines spécificités :

- du fait de la situation de retournement qui s'est récemment traduit dans les chiffres, le cours de bourse de Valtech a enregistré une très forte hausse sur les 12 derniers mois,
- le management communique régulièrement avec le marché (communiqués, journée investisseurs) et affiche les objectifs chiffrés du Plan Rocket arrêté fin 2014 et révisé au cours de l'exercice 2015, de sorte qu'il est possible de considérer que le cours de bourse de Valtech devrait intégrer tout ou partie de ces objectifs,
- le groupe fait l'objet d'un suivi récent de deux bureaux d'analyses qui ont validé dans leurs études les objectifs du groupe (hors croissance externe).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Au final malgré des efforts significatifs de communication, une certaine liquidité et un parcours boursier récent flatteur, Valtech reste une petite capitalisation qui n'a pas de concurrents cotés et suscite peu d'intérêt de la part des investisseurs institutionnels.

Evolution du cours de bourse (source Infineanals)



Sur la dernière année, le titre Valtech a poursuivi sa progression avec 75% de hausse soit une nette surperformance par rapport aux indices qui s'explique par la publication de chiffres en très forte croissance et la validation du retour à la rentabilité qui crédibilisent les objectifs ambitieux du Plan Rocket rendu public fin 2014.

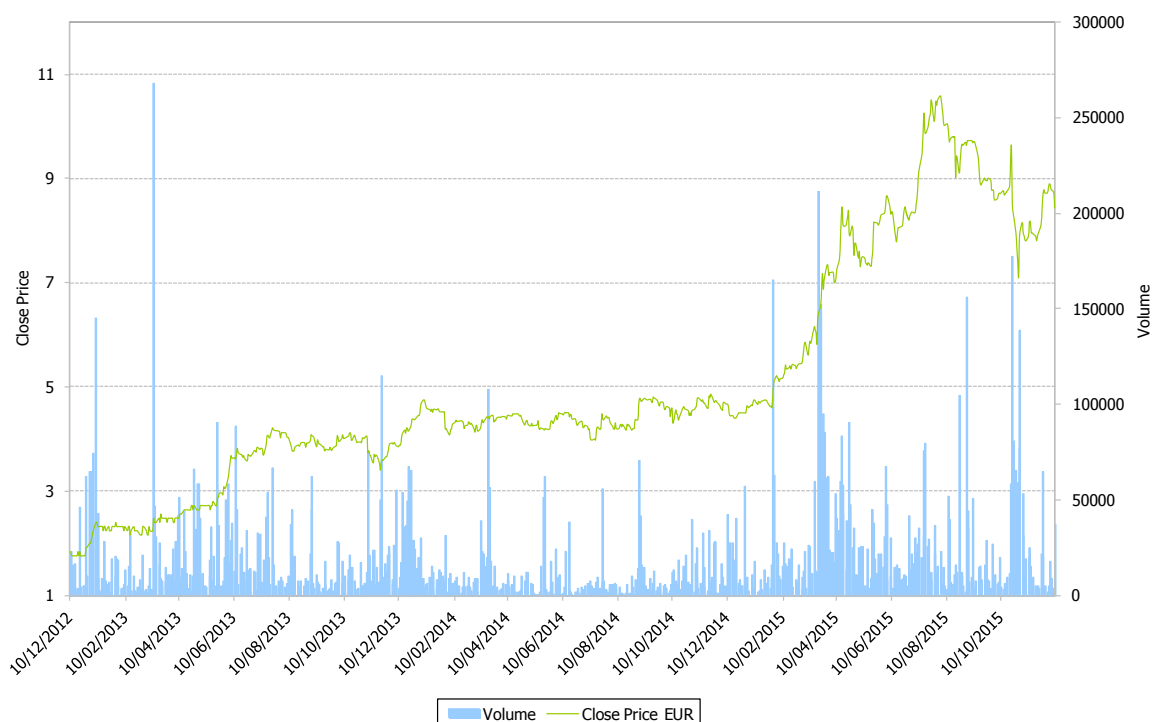
Il convient de souligner les très fortes variations de cours puisque le plus bas il y a 1 an est de 4,4€ alors que le plus haut en juillet/août 2015 a atteint 10,6€ par titre Valtech.

Du fait du profil de société en forte croissance affichant des ratios de valorisation à court terme relativement élevés, le cours de bourse de Valtech est sensible à toute annonce concernant son activité comme le montre la baisse du cours en octobre 2015 (10%) suite au commentaire du management sur le possible impact des problèmes rencontrés par Volkswagen (premier client du Groupe totalisant 8,5% de son chiffre d'affaires consolidé).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Historique du cours de bourse sur plus longue période

Evolution du cours de bourse au cours des trois dernières années (source Infinaancials)



Source : Infinaancials

En grande difficulté au moment de sa reprise en 2010, le titre affiche une croissance de plus 350% sur 3 ans et 5 ans.

A notre connaissance, l'action VALTECH est suivie par deux bureaux d'analyse financière, Aurel Bgc et Oddo avec un objectif moyen de 9,6€ par action Valtech.

Cabinet d'Analyse	Date étude	Type d'étude	Objectif	Recommandation
Aurel BGC	01/09/2015	Suivi-dégradation de la recommandation	8,6	Vendre
Oddo	19/10/2015	Initiation de couverture	10,6	Acheter
Moyenne derniers objectifs de cours (en €)			9,6	

Le prix de 11,50€ par action est sensiblement supérieur aux objectifs de cours de bourse des deux analystes financiers qui suivent Valtech.

4-3-2 Moyennes de Cours de Bourse

Le calcul des moyennes de cours de bourse a été arrêté au 10/12/2015.

En €	Dernier	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Cours Moyen pondéré					
par les volumes	8,4	8,4	8,5	8,9	7,6

Source : Bloomberg

Les cours récents (dernier, 1 mois, 3 mois) sont proches de 8,5€.

La moyenne 6 mois est un peu plus élevée à 8,9€ car elle intègre la hausse de l'été 2015.

La moyenne sur 1 an est de 7,6€.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le prix de 11,50€ par action VALTECH fait ressortir des primes de 29% à 51% sur les moyennes de cours de bourse.

4-4 Comparables Boursiers (à titre indicatif)

Description de l'échantillon

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique)
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché)
- perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge
- niveau et structure des marges

Compte tenu de la présence de la société Valtech sur l'ensemble de la chaîne de valeur du marketing digital, il n'existe pas de société qui lui soit parfaitement comparable. En effet, la société Valtech propose des prestations couvrant :

- d'une part, le conseil en stratégie digitale et l'analyse de l'expérience utilisateur et,
- d'autre part, la mise en œuvre de plateformes techniques ainsi que leur exploitation.

Les concurrents qui lui font face sur ces métiers sont les agences médias et les sociétés informatiques. Dans le but de constituer un échantillon, nous avons porté notre attention sur la présentation que la société réalise de son univers concurrentiel, examiné les notes des brokers et analysé les comparables sélectionnés par une base de données financières.

Nous avons écarté les sociétés Cognizant, Publicis, Accenture, WPP et Infosys compte tenu de leur niveau élevé de capitalisation.

Nous avons retenu pour constituer l'échantillon :

- des sociétés informatiques et de conseil françaises de taille moyenne engagées dans le domaine de la transformation digitale des entreprises,
- des sociétés informatiques et de marketing/conseil cotées aux Etats Unis, représentatives de la dynamique de croissance de Valtech et de son ambition américaine.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Société	Activité	Place de cotation	Effectifs
GLOBANT	Fondée en 2003, cette société conçoit et développe des logiciels et des solutions IT dans les domaines des nouvelles technologies et du digital. Elle réalise un CA de 164M€ en 2014 dont 82% aux Etats Unis et 12% en Amérique latine.	NYSE	3 322
LUXOFT	Créée en 2000, Luxoft est une société de conseil en technologies de l'information disposant d'une forte légitimité sur les métiers de la banque et de l'assurance et dans le domaine de l'énergie. Elle réalise un CA de 485 M€ en 2014/2015 dont 52% en Europe, 39% aux Etats Unis et 9% dans le reste du monde	NYSE	10 000
EPAM SYSTEM	Fondée en 1993, la société conçoit et développe des logiciels afin d'accompagner ses clients dans la construction de leur marque. Elle est présente aux Etats Unis, en Europe, en Asie qui représentent respectivement 50%, 46% et 4% de son CA 2014	NYSE	14 000
SOLUCOM	Fondée en 1990, la société accompagne ses clients dans le conseil stratégique, la construction d'infrastructures IT et la refondation de leurs organisations. Elle bénéficie d'une légitimité dans l'innovation digitale au travers de son expérience dans les télécoms. Elle réalise un CA de 163,1M€ en 2014/2015 et vise 20% de son CA à l'international en 2020.	Euronext Paris	1 500
SQLI	Créée en 1990, SQLI accompagne sa clientèle dans la définition, la mise en œuvre et le pilotage de leur transformation digitale. (CRM, marketing social & digital, commerce connecté, Data Management Platform, commerce prédictif, ergonomie, mobilité et nouveaux usages) La société est présente en France, au Benelux et au Maroc et réalise un CA de 162M€ en 2014.	Euronext Paris	2 000
Groupe OPEN	Créée en 1989, cette société est spécialisée dans le conseil aux entreprises en accompagnant leur transformation industrielle et numérique. La société réalise un CA de 264M€ en 2014 dont 90% en France.	Euronext Paris	3 300
SWORD Groupe	Fondée en 2000, Sword Group est une société internationale de services, de conseil, et de software qui accompagne de grands comptes dans leur programme de transformation technologique et digitale. Elle réalise un CA de 117 M€ dont 64% en Europe et 6,4% aux Etats Unis.	Euronext Paris	1 300
NEURONES	Neurones est une société de conseil et de services informatiques, dont le CA se répartit entre les prestations de services d'infrastructures informatiques (70,4%), les prestations de services applicatifs (24,2%) et les prestations de conseil en management et en systèmes d'information (5,4%)	Euronext Paris	4 082

Nous avons retenu les multiples de Chiffre d'Affaires et d'Ebitda prévisionnels pour les exercices 2015, 2016 et 2017 (2018 n'offre pas assez de visibilité pour disposer d'estimations sur l'ensemble des sociétés composant l'échantillon).

En effet :

- les seuls multiples de résultat nous semblent réducteurs pour une société comme Valtech qui est en situation de retournement avec des marges non normatives à court terme,
- les multiples de Chiffre d'Affaires, que nous utilisons moins fréquemment, permettent d'intégrer le potentiel de Valtech à plus long terme et reflète la valeur de parts du marché du groupe dans un contexte de consolidation active du secteur.

Les cours de bourse des sociétés de l'échantillon sont arrêtés au 9/12/2015 en moyenne 1 mois. Nous avons fait un certain nombre de retraitements pour assurer l'homogénéité des données (notamment pour la prise en compte de l'opération de croissance externe réalisée récemment par Solucom). Nous avons également tenu compte dans la trésorerie de Valtech des décaissements estimés pour réaliser la croissance externe.

Compte tenu de la diversité des sociétés composant l'échantillon, les multiples qui en ressortent présentent des écarts significatifs.

Les multiples médians de l'échantillon ressortent à 1,4XCA 2015, 1,03XCA 2016 et 0,96XCA 2017 et 10,4xEbitda 2015, 8,1XEbitda 2016 et 8XEbit 2017. L'évolution de ces multiples reflète la très forte

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

croissance attendue en 2015/2016 pour les sociétés américaines ainsi qu'une plus grande prudence pour l'exercice 2017 dans un contexte de visibilité réduite.

L'application de ces multiples conduit à des valeurs comprises entre 5,9€ et 9,5€ pour une valeur moyenne de 7,8€ par action Valtech

Le prix de 11,50€ par action VALTECH offre une prime de 47% sur la valeur ressortant des comparaisons boursières, soit 7,8€ par action.

4-5 Transactions Sectorielles

S'il est souvent difficile de trouver des transactions comparables et plus encore des informations sur le compte de résultat des cibles permettant d'exploiter cette méthode, un certain nombre de sociétés ont fait l'objet d'acquisitions notamment de la part de grandes agences cherchant à se renforcer rapidement sur le créneau très porteur du digital. Un des groupes les plus actifs en la matière est Publicis qui a initié ce tournant dès 2006 et qui suite à l'échec du rapprochement avec Omnicom et le rachat de Sapient va réaliser la moitié de son chiffre d'affaires dans le digital/numérique. Les acquisitions ayant été pour grande partie faites par des groupes cotés parfois sur des groupes cotés, et on peut donc trouver des informations sous-jacentes permettant de calculer des multiples.

Nous avons retenu les transactions suivantes :

Acquisition de Razorfish par Publicis (2009) : la politique active de Publicis initiée dès 2006 avec le rachat de Digitas a repris en 2009 avec cette acquisition et la signature d'un partenariat stratégique avec le vendeur, la société Microsoft. Leader mondial du numérique et du marketing interactif, Razorfish permet à Publicis de viser 25% de revenus numérique en année pleine avec une accélération de la croissance et des revenus plus réguliers. Avec des revenus d'un peu moins de 400M\$ provenant à 75% d'Amérique du Nord, Razorfish employait 2 200 personnes au moment du rachat. Selon les informations fournies par Publicis dans son document de Référence 2014, les difficultés de Razorfish dues pour l'essentiel à l'évolution de la stratégie de deux grands clients et à une faiblesse managériale, ont conduit à une restructuration des activités en 2014 et à la création d'un pôle Razorfish Global qui intègre Razorfish et Rosetta.

Rachat de Rosetta par Publicis (2011) : Rosetta est une agence numérique leader en e-commerce qui développe des programmes, des plateformes et des produits marketing intégrés.

Acquisition de l'agence AKQA par WPP (2012) : en achetant la majorité du capital de cette agence digitale anglaise parmi les leaders de son secteur qui emploie 1 160 personnes générant des revenus supérieurs à 200M\$.

Achat de LBI par Publicis (2012) : avec l'acquisition de cette société hollandaise cotée, Publicis franchit un nouveau seuil lui permettant d'atteindre un taux de « digitalisation » de ses revenus d'environ 35%. LBI est présent dans tous les pays d'Europe (dont UK qui représente 32% des revenus) ainsi qu'aux États-Unis (20% des revenus) et emploie 2 200 personnes au moment de son rachat.

Rachat d'Acquity par Accenture (2013) : ce rachat symbolise l'intérêt porté par les grands noms du conseil pour le digital et plus particulièrement le e-commerce. Cotée et en situation de trésorerie nette, Acquity employait environ 650 personnes générant 140M\$ de CA en 2012.

Acquisition de Nurun par Publicis (2014) : l'expertise de cette société est basée sur l'association du design et des nouvelles technologies. Il est présent via 11 bureaux répartis en Amérique du Nord en Europe et à Shanghai. Nurun avait également une activité de sous-traitance des services informatiques et d'intégration de systèmes pour le gouvernement du Québec.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Cible	Acheteur	Année	Devise	Prix transaction (VE)	CA (dernier)	Ebitda (dernier)	VE/CA	VE/Ebitda	
Razorfish	Publicis	2009	\$	530	380	38	1,4	13,9	
Rosetta	Publicis	2011	\$	575	207	35	2,8	16,4	
AKQA	WPP	2012	\$	540	230	42	2,3	12,9	
LBI	Publicis	2012	€	416	230	38	1,8	10,9	
Acquity	Accenture	2013	\$	316	141	22	2,2	14,4	
Nurun	Publicis	2014	\$	115	127		0,9		
							Médiane	2,0	13,9
							Moyenne	1,9	13,7

Source : multiples recalculés par Farthouat Finance à partir des informations publiées par les sociétés concernées et de la base de données Infinancials.

Les multiples médians de l'échantillon sont de 2XCA et 13,9XEbitda, soit des multiples élevés au regard d'autres transactions car ils intègrent les taux de croissance attendus, le caractère stratégique des cibles, et leur nombre limité susceptible de conduire à une surenchère des prix.

Nous n'avons pas pris en compte :

-les transactions antérieures à celle sur Razorfish, telle l'acquisition de Digitas par Publicis, car la crise économique et financière de 2008-2009 a changé l'environnement dans lequel évoluent les sociétés du secteur,

- la transaction la plus récente réalisée par Publicis, soit l'acquisition de Sapient en 2014 car elle porte sur une société de taille très supérieure à Valtech et aux autres sociétés de l'échantillon (Sapient réalise un CA de 1,3Mds\$ avec 13 000 salariés, soit environ 9X à 10Xplus que Valtech et les sociétés de l'échantillon...),
- nous n'avons pas non plus considéré les transactions réalisées par Valtech qui portent sur des sociétés de trop petites tailles (prix d'acquisition entre 1M€ et 6M€) pour être comparées à l'ensemble du groupe.

Nous avons retenu pour Valtech l'Ebitda ajusté car la dilution est déjà prise en compte et qu'il est normal d'opérer le retraitement des exceptionnels, comme cela a été fait pour certaines des sociétés de l'échantillon.

Nous avons appliqué les multiples de CA et d'Ebitda de l'échantillon :

- aux chiffres de Valtech pour 2014, dernier exercice pour lequel les chiffres sont connus,
- mais également aux estimations du management pour 2015 dans la mesure où la présente évaluation est réalisée en toute fin d'exercice et que certains multiples de l'échantillon sont calculés sur des données prévisionnelles et non pas seulement sur de l'historique.

L'application de la méthode des transactions comparables conduit à une valeur comprise entre 8,5€ (2014) et 10,1€ (2015) par action avec un écart significatif entre le ratio de CA et celui d'Ebitda compte tenu du profil de marges- encore faibles à court terme- de Valtech.

Le prix de 11,50€ par action offre des primes de 13% à 35% sur le critère des transactions comparables.

4-6 Actualisation des Cash-Flows d'Exploitation Disponibles (DCF)

Principales hypothèses retenues pour la prolongation du Business Plan

Le Business Plan de la direction de VALTECH s'arrête au 31/12/2018, soit une période trop restreinte pour la mise en œuvre de ce critère, qui plus est pour une société dont la rentabilité, attendue en fort redressement, n'est cependant pas nécessairement normative en fin de période.

Nous avons en conséquence prolongé le Business Plan sur 3 ans avec pour principales hypothèses :

- le ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires afin de tendre en fin de période vers le taux de croissance à l'infini de 2%,
- un taux de marge d'Ebitda qui continue à progresser pour atteindre un niveau de 15% en valeur terminale,
- un BFR normé à 6,5% du CA et des investissements qui représentent 2% du CA,
- l'égalité entre amortissements et investissements pour le flux normatif projeté à l'infini

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Pour les calculs de cash-flows actualisés, nous avons retenu :

- un taux d'actualisation de 9,8% basé sur un taux sans risque de 1% (moyenne 1 an OAT 10 ans), une prime de risque de 6,80% (Natixis), un bêta de 0,86 (échantillon de sociétés comparables ayant une liquidité suffisante) et une prime de risque spécifique de 3% (dans la moyenne des primes retenues pour des opérations similaires sur des sociétés de taille similaire) dont le niveau est au cas particulier justifié-au-delà de la taille de Valtech-par le risque lié à l'intégration de la croissance externe. On soulignera que le taux ainsi obtenu est proche tant de celui utilisé par la société pour réaliser ses tests d'impairment que de ceux utilisés par les bureaux d'analyse financière qui suivent le titre
- un taux de croissance à l'infini moyen de 2%, soit un taux se situant dans le haut de fourchette des taux usuellement utilisés pour tenir compte des perspectives attrayantes du marché du numérique,
- un taux d'impôt normé égal à 29%, calculé sur la base des projections du BP en excluant la France (zone : Europe du Sud) qui ne générera que peu de résultat, qui plus est couvert par les reports fiscaux déficitaires,
- un cash flow normalisé pour la projection à l'infini basé sur le taux de marge de fin de période et l'égalité entre amortissements et investissements.

Les calculs d'actualisation ont été réalisés en se plaçant à fin décembre 2015 et conduisent à une valeur centrale de 10,3€ par action et peuvent être détaillés comme suit :

Actualisation des Cash-flows Disponibles	en M€
Somme des flux actualisés	55,0
Valeur Terminale	225,5
Valeur d'Entreprise	280,5
Trésorerie (y compris cash bsar)	41,2
Valeur des capitaux propres	321,7
Nombre d'actions	31 347 332
Par action	10,3

Le prix de 11,50€ par action VALTECH offre une prime de 12% sur la valeur centrale ressortant du critère de l'actualisation des cash-flows disponibles.

Sensibilité de l'actualisation des cash-flows d'exploitation au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation							
		10,3	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
Taux de croissance à l'infini	1,3%	11,6	10,8	10,2	9,6	9,1	8,7	8,2	
	1,5%	11,9	11,1	10,4	9,8	9,3	8,8	8,4	
	1,8%	12,2	11,4	10,7	10,0	9,5	9,0	8,5	
	2,0%	12,6	11,7	10,9	10,3	9,7	9,1	8,7	
	2,3%	13,0	12,0	11,2	10,5	9,9	9,3	8,8	
	2,5%	13,4	12,4	11,5	10,8	10,1	9,5	9,0	
	2,8%	13,9	12,8	11,8	11,0	10,3	9,7	9,2	

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

V-ANALYSE DES ECARTS AVEC DEGROOF CORPORATE FINANCE (DCF)

5-1 Critères retenus et écartés

Les critères retenus et écartés diffèrent car :

Degroof Petercam Finance a retenu la référence à l'augmentation de capital réservée à SiegCo fin 2014 alors que nous l'avons écartée en considérant que le contexte dans lequel évoluait Valtech était par trop différent même si les objectifs du plan Rocket avaient été extériorisés concomitamment à l'opération.

A l'inverse, nous avons intégré la référence aux transactions comparables que Degroof Petercam Finance a écartée.

5-2 Mise en œuvre des critères

- le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres :

Pour l'Actualisation des cash-flows d'exploitation, les modes de calcul et les résultats de cette méthode sont proches, les écarts portant principalement sur le niveau normatif de BFR ainsi que sur les hypothèses retenues pour la prolongation du Business Plan, nos travaux intégrant une baisse plus importante de la croissance du Chiffre d'Affaires pour tendre vers le niveau normatif à l'infini. A l'inverse, nous avons intégré une marge d'Ebitda de 15% pour le flux normatif contre 14% pour Degroof Petercam Finance. Enfin, nous avons considéré que les flux de cash-flows étaient distribués en milieu d'exercice alors que l'Evaluateur les place en fin d'année et retient donc un pas d'actualisation plus important.

Le calcul du taux d'actualisation conduit, sur des bases un peu différentes, à un résultat proche de 9,8% comme pour Degroof Petercam Finance.

Au total, la valeur centrale ressort à 10,3€ selon ce critère dans nos travaux contre 9,2€ dans les travaux de l'Evaluateur.

S'agissant des comparables boursiers, notre échantillon est légèrement différent de celui de l'Evaluateur car il intègre la société Solucom mais ne retient pas Aubay, GFI et Sopra qui nous semblent trop éloignées en termes d'activité et/ou de taille. L'écart entre nos travaux vient surtout du choix des ratios puisque nous avons intégré le multiple de Chiffre d'Affaires en plus de celui d'Ebitda alors que Degroof Petercam Finance ne retient que des multiples d'Ebitda et Ebit.

VI-CONCLUSION

Sur la base du prix offert, soit 11,5€ par action, VALTECH est valorisé un peu plus de 360M€ pour 100% du capital et, compte tenu de la trésorerie nette (ajustée notamment de l'apport lié à l'exercice potentiel des Bsar), la valeur d'entreprise ressort 319M€, soit des multiples 2015^e de 1,8xCAet 22xEbitda estimé sur la base d'un Ebitda en fort redressement par rapport au passé récent du Groupe.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Tableau récapitulatif des valeurs

Tableau récapitulatif des valeurs	Valeurs	Primes
Cours de Bourse (arrêtés au 10/12/2015)		
Dernier	8,4	38%
Moyenne 1 mois	8,4	38%
Moyenne 3 mois	8,5	35%
Moyenne 6 mois	8,9	29%
Moyenne 12 mois	7,6	51%
Objectifs de cours de bourse		
Moyenne	9,6	20%
Transactions comparables		
2014	8,5	35%
2015	10,2	13%
DCF		
Valeur centrale	10,3	12%
Comparables boursiers (à titre indicatif)		
Moyenne	7,9	46%

Le prix de 11,50€ offre des primes sur tous les critères, y compris sur celui des transactions sectorielles et intègre la forte croissance attendue par le management notamment via des acquisitions qui par hypothèse ne peuvent être garanties ni quant à leur réalisation, ni quant à leur calendrier ou à leur coût.

Le prix de 11,50€ par action VALTECH est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée ainsi que pour le retrait obligatoire qui suivra si les conditions de détention sont atteintes.

Le 14 décembre 2015
 Marie-Ange Farthouat, Associée
 Farthouat Finance
 21 rue d'Hauteville
 75010 Paris