

**PROJET DE NOTE EN RÉPONSE
AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE**

PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ AMANAAT



Le présent projet de note en réponse a été déposé le 8 juin 2015 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général.

**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 articles 231-19 et 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, 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 l'AMF (www.amf-france.org) et de Linedata Services (www.linedata.com), et peut être obtenu sans frais auprès de :

- Linedata Services : 19, rue d'Orléans - 92200 Neuilly-sur-Seine
- Banque Degroof France SA : 44, rue de Lisbonne - 75008 Paris
- HSBC France : 103, avenue des Champs-Élysées - 75008 Paris
- Natixis : 47, quai d'Austerlitz - 75013 Paris

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

TABLE DES MATIÈRES

1.	Rappel des principales conditions de l'Offre.....	3
1.1	Présentation de l'Offre.....	3
1.2	Contexte de l'Offre.....	5
1.2.1	Contexte de l'Offre	5
1.2.2	Projet d'offre publique de rachat d'actions déposée concomitamment par Linedata Services ..	7
1.3	Rappel des termes de l'Offre	8
1.4	Déroulement de l'Offre	10
2.	Rapport de l'expert indépendant.....	12
3.	Avis motivé du Conseil de surveillance de Linedata Services	86
4.	Clauses d'accords conclus par les personnes concernées par l'Offre susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	89
5.	Éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.....	90
5.1	Structure et répartition du capital de la Société.....	90
5.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	90
5.2.1	Droit de vote double	90
5.2.2	Obligation de déclaration de franchissement de seuil	90
5.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	91
5.4	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont Linedata Services a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	91
5.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux.....	91
5.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	91
5.7	Accords entre actionnaires dont Linedata Services a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	91
5.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	93
5.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire	93
5.8.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	93
5.9	Pouvoirs du directoire, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions	94
5.10	Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	95
5.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	96
6.	Intentions des membres des organes sociaux d'apporter ou non leurs actions Linedata Services à l'Offre	96
7.	Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société	96
8.	Personne assumant la responsabilité de la note en réponse	96

1. Rappel des principales conditions de l'Offre

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2°, 234-2 et 234-5 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Amanaat, société par actions simplifiée au capital de 131.731 euros, dont le siège social est situé 40, rue Madeleine Michelis, 92200 Neuilly-sur-Seine, et dont le numéro d'identification est le 528 851 744 RCS Nanterre (ci-après « **Amanaat** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec les membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-dessous), ont déposé le 8 juin 2015 un projet d'offre proposant de manière irrévocable aux actionnaires de la société Linedata Services, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 7.359.025 euros, dont le siège social est situé 19, rue d'Orléans, 92200 Neuilly-sur-Seine, dont le numéro d'identification est le 414 945 089 RCS Nanterre et dont les actions sont cotées sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (Code ISIN FR0004156297) (ci-après « **Linedata Services** » ou la « **Société** »), d'acquérir les actions Linedata Services dans les conditions décrites ci-dessous (l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** »).

Selon le projet de note d'information établie par Amanaat (le « **Projet de Note d'Information** »), Amanaat est une société holding de droit français contrôlée par Monsieur Anvaraly Jiva¹ dont la participation dans le capital de Linedata Services constitue actuellement sa participation unique.

L'Offre est faite au prix de 25 euros par action Linedata Services dividende au titre de l'exercice 2014 attaché, étant précisé que le montant de ce dividende proposé à l'Assemblée générale mixte des actionnaires de la Société appelée à se réunir le 29 juin 2015 est de 0,65 euro (« **Dividende 2014** »).

Le Projet de Note d'Information indique que l'Offre fait suite aux opérations suivantes annoncées par communiqué de presse en date du 22 mai 2015 (et qui sont plus précisément décrites au paragraphe 1.2.1 ci-dessous):

- la conclusion par Amanaat, Monsieur Anvaraly Jiva, deux de ses enfants, Mademoiselle Dibah Jiva et Monsieur Jamil Jiva, et certains dirigeants et cadres de Linedata Services, à savoir Monsieur Denis Bley², Monsieur Alain Mattei³, Monsieur Thierry Soret⁴, Madame Marie-Odile Thibeaut⁵ et Monsieur Michael de Verteuil⁶ (les « **Managers** » et ensemble avec Amanaat, Monsieur Anvaraly Jiva, Mademoiselle Dibah Jiva et Monsieur Jamil Jiva, le « **Concert** »), d'un accord d'investissement (l'« **Accord d'Investissement** ») par lequel ils sont convenus d'agir de concert vis-à-vis de Linedata Services et d'acquérir le contrôle majoritaire en droits de vote de celle-ci ;
- la conclusion de l'acquisition par voie de blocs hors marché d'un nombre total de 577.563 actions de la Société auprès d'investisseurs institutionnels, et directement ou indirectement auprès de salariés et d'anciens salariés de la Société ainsi que de membres de leurs familles, au prix de 25 euros par action Linedata Services (Dividende 2014 attaché) ;
- l'annulation par Linedata Services de 492.000 de ses actions auto-détenues.

¹ Monsieur Anvaraly Jiva est Président du directoire de Linedata Services et détient, directement et indirectement via Amanaat préalablement aux opérations, 38,33% du capital et 38,37% des droits de vote de la Société au 30 avril 2015.

² Monsieur Denis Bley est membre du directoire de Linedata Services.

³ Monsieur Alain Mattei est directeur opérationnel (activité crédits et financements).

⁴ Monsieur Thierry Soret est directeur opérationnel (activité *asset management back office*).

⁵ Madame Marie-Odile Thibeaut est directrice juridique de Linedata Services.

⁶ Monsieur Michael de Verteuil est membre du directoire de Linedata Services.

Le Projet de Note d'Information indique qu'à l'issue de la mise en Concert, des acquisitions de blocs ainsi que de l'annulation des actions auto-détenues par la Société visées ci-dessus, le Concert détient, au 22 mai 2015, 3.786.460 actions Linedata Services représentant 4.381.039 droits de vote, soit 51,45 % du capital et 53,47% des droits de vote⁷ (le détail de la répartition du capital et des droits de vote au sein du Concert est décrit au paragraphe 1.2.1 ci-dessous).

Selon le Projet de Note d'Information, la réalisation de ces opérations a notamment conduit :

- l'Initiateur à franchir le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de Linedata Services, à titre individuel ;
- l'Initiateur et son actionnaire de contrôle Monsieur Anvaraly Jiva à augmenter leur participation initiale de 38,33 % du capital et 38,37 % des droits de vote au 30 avril 2015⁸, de plus de 1 % du capital et des droits de vote de Linedata Services en moins de douze mois consécutifs ;
- le Concert à franchir le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de Linedata Services ;

l'Offre revêtant donc un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 234-5 du règlement général de l'AMF.

L'Offre vise la totalité des actions existantes non détenues par le Concert ou susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à l'exception :

- des 181.368 actions auto-détenues par la Société compte tenu de la décision de la Société de ne pas les apporter à l'Offre (certaines de ces actions pourront néanmoins être apportées à l'Offre à la suite de l'attribution définitive à leurs bénéficiaires d'actions gratuites actuellement en période d'acquisition en cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables) ;
- des 6.876 actions gratuites⁹ en période de conservation détenues par des personnes autres que les membres du Concert et dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre¹⁰, sauf dans les cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables.

L'Offre porte donc, compte tenu des 72.500¹¹ actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison de l'exercice d'options de souscription d'actions, sur un nombre total maximum de 3.456.821 actions de la Société, représentant 46,51 %¹² du capital de la Société (hors cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables). A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe aucun titre, instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou droits de vote de Linedata Services, autre que les actions de Linedata Services, les options de souscription d'actions et les actions gratuites en période d'acquisition décrites au paragraphe 1.3.

⁷ Sur la base d'un capital composé de 7.359.025 actions et 8.194.031 droits de vote au 22 mai 2015 (post annulation des 492.000 actions auto-détenues et des opérations d'acquisition de blocs visées ci-dessus).

⁸ Sur la base d'un capital composé de 7.851.025 actions et 8.972.540 droits de vote au 30 avril 2015.

⁹ Le solde des actions gratuites en période de conservation est détenu par les personnes physiques membres du Concert et est donc exclu des actions visées par l'Offre.

¹⁰ La période de conservation des dites actions gratuites expire le 4 octobre 2016. Ces actions sont actuellement incessibles et sont inscrites au nominatif sur des comptes bloqués dans les livres du teneur de compte CACEIS Corporate Trust. Elles ne sont donc pas juridiquement et techniquement cessibles.

¹¹ Il est précisé que certaines de ces actions nouvelles ne bénéficieront pas, si elles sont émises avant la mise en paiement du Dividende 2014, dudit Dividende 2014. En conséquence, ces actions, si elles étaient apportées à l'Offre, seraient acquises par l'Initiateur au prix de 24,35 euros par action.

¹² Sur la base d'un capital composé de 7.359.025 actions et 8.194.031 droits de vote (post annulation des 492.000 actions auto-détenues et des opérations d'acquisition de blocs visées ci-dessus) augmenté des 72500 actions à émettre du fait des options de souscription.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre est de 10 jours de négociation.

L'Initiateur a indiqué avoir l'intention de maintenir la cotation des actions de la Société sur Euronext Paris à l'issue de l'OPAS. Ainsi, aucun projet d'offre publique de retrait ou demande de retrait obligatoire de la Société ne sera déposé auprès de l'AMF, ni aucune demande de radiation auprès de Euronext.

Linedata Services a par ailleurs approuvé le dépôt, concomitamment au projet d'OPAS, d'un projet d'offre publique de rachat portant sur 1.600.000 de ses propres actions (représentant 21,74¹³% du capital social de Linedata Services) en vue de leur annulation, conformément aux dispositions des articles L. 225-204 et L.225-207 du Code de commerce (l' « **OPRA** »), au prix de 25 euros par action Linedata Services (Dividende 2014 attaché). Les actions de la Société acquises par Amanaat dans le cadre de l'Offre seront apportées par Amanaat à l'OPRA, dans la limite de 1.600.000 actions de la Société (représentant 21,74¹⁴% du capital social de Linedata Services).

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites aux sections 1 et 2 du Projet de Note d'Information déposée auprès de l'AMF le 8 juin 2015 et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.amanaat.fr).

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

Le 22 mai 2015, Monsieur Anvaraly Jiva, Amanaat qu'il contrôle, deux des enfants de Monsieur Anvaraly Jiva, Mademoiselle Dibah Jiva et Monsieur Jamil Jiva, ont signé l'Accord d'Investissement avec certains salariés et dirigeants de Linedata Services, à savoir Monsieur Denis Bley, Monsieur Alain Mattei, Monsieur Thierry Soret, Madame Marie-Odile Thibeaut et Monsieur Michael de Verteuil, et sont convenus en conséquence d'agir de concert et de prendre le contrôle majoritaire de Linedata Services. Le contenu de l'Accord d'Investissement est plus précisément décrit au paragraphe 5.7 ci-après.

Dans ce cadre, selon le Projet de Note d'Information, Amanaat a conclu le même jour l'acquisition par voie de blocs hors marché de 577.563 actions Linedata Services représentant 7,36 % du capital et 6,44 % des droits de vote¹⁵. Ces acquisitions ont été réalisées au prix de 25 euros par action Linedata Services (Dividende 2014 attaché), auprès des investisseurs institutionnels, et directement ou indirectement auprès des salariés, anciens salariés de la Société et membres de leurs familles suivants :

- CDC PME Croissance (fonds d'investissement professionnel spécialisé ayant pour société de gestion CDC Entreprises Valeurs Moyenne) à hauteur de 296.623 actions ;
- Science et Innovation 2 (fonds commun de placement dans l'innovation ayant pour société de gestion Innovation Capital) à hauteur de 59.736 actions ;
- Monsieur Daniel Brisson à hauteur de 92.500 actions ;
- Carthage Investissement (une société civile contrôlée au plus haut niveau par Monsieur Yves Stucki qui en est également le gérant) à hauteur de 47.569 actions ;
- Monsieur Michael de Verteuil à hauteur de 37.300 actions ;

¹³ Sur la base d'un capital composé de 7.359.025 actions et 8.194.031 droits de vote (post annulation des 492.000 actions auto-détenues et des opérations d'acquisition de blocs visées ci-dessus) au 22 mai 2015.

¹⁴ Sur la base d'un capital composé de 7.359.025 actions et 8.194.031 droits de vote (post annulation des 492.000 actions auto-détenues et des opérations d'acquisition de blocs visées ci-dessus) au 22 mai 2015.

¹⁵ Sur la base d'un capital composé de 7.851.025 actions et 8.972.540 droits de vote au 30 avril 2015.

Cette Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- Madame Françoise Sapei à hauteur de 25.817 actions ;
- Monsieur Sébastien Sapei à hauteur de 3.875 actions ;
- Madame Sophie Sapei à hauteur de 1.689 actions ;
- Madame Julie Pieri à hauteur de 7.454 actions, et ;
- Madame Marie-Odile Thibeaut à hauteur de 5.000 actions.

Concomitamment, Linedata Services a également décidé d'annuler 492.000 de ses actions auto-détenues.

Selon le Projet de Note d'Information, à l'issue de la mise en Concert, des acquisitions de blocs ainsi que de l'annulation par la Société des actions auto-détenues visées ci-dessus, le Concert détient, à la date du Projet de Note d'Information, 3.786.460 actions de la Société représentant 4.381.039 droits de vote, soit 51,45% du capital et 53,47% des droits de vote¹⁶.

Selon le Projet de Note d'Information, aux termes de l'Accord d'Investissement, les personnes physiques membres du Concert se sont engagées à apporter à Amanaat au plus tard le 30 juin 2015, un nombre total de 393.000 actions Linedata Services qu'elles détiennent actuellement, sur la base d'un prix de 25 euros par action Linedata Services (Dividende 2014 attaché) (tant pour la valorisation des actions apportées que pour la valorisation d'Amanaat) selon la répartition suivante :

Nombre d'actions Linedata Services apportées à Amanaat	
Monsieur Anvaraly Jiva ⁽¹⁾ , Mademoiselle Dibah Jiva et Monsieur Jamil Jiva	300 000
Monsieur Denis Bley	5 000
Monsieur Alain Mattei	9 000
Monsieur Thierry Soret	10 000
Madame Marie-Odile Thibeaut	59 000
Monsieur Michael de Verteuil	10 000
Total	393 000

(1) dont 100.000 en pleine propriété et 200 000 en usufruit, la nue-propriété étant apportée par ses enfants Dibah et Jamil Jiva.

Les membres du Concert se sont à cet égard engagés à signer tous documents, à adopter toute décision d'associés et prendre toutes mesures utiles à l'effet de réaliser lesdits apports.

¹⁶ Sur la base d'un capital composé de 7.359.025 actions et 8.194.031 droits de vote (post annulation des 492.000 actions auto-détenues et des opérations d'acquisition de blocs visées ci-dessus) au 22 mai 2015.

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital de la Société au 22 mai 2015 (aucune autre acquisition n'ayant été réalisée depuis le 22 mai 2015 ou n'étant prévue par les membres du Concert, à l'exception des apports en nature décrits ci-avant et des acquisitions qui seront réalisées dans le cadre de l'Offre) :

Au 22 mai 2015	Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Monsieur Anvaraly Jiva, Dibah Jiva et Jamil Jiva ⁽¹⁾	809 312	11,00%	883 194	10,78%
Amanaat ⁽²⁾⁽³⁾	2 777 563	37,74%	3 137 563	38,29%
Sous-total Monsieur Anvaraly Jiva / Amanaat⁽³⁾	3 586 875	48,74%	4 020 757	49,07%
Monsieur Denis Bley	17 756	0,24%	22 756	0,28%
Monsieur Alain Mattei	16 688	0,23%	25 688	0,31%
Monsieur Thierry Soret	39 288	0,53%	72 888	0,89%
Madame Marie-Odile Thibeaut	103 097	1,40%	206 194	2,52%
Monsieur Michael de Verteuil	22 756	0,31%	32 756	0,40%
Sous-total Concert	3 786 460	51,45%	4 381 039	53,47%
Autres managers, salariés et assimilés	124 283	1,69%	234 746	2,86%
Auto-détention	181 368	2,46%	181 368	2,21%
Public ⁽⁴⁾	3 266 914	44,39%	3 396 878	41,46%
Total	7 359 025	100,00%	8 194 031	100,00%

(1) Monsieur Jiva détient 609.312 actions, représentant 683.194 droits de vote, en pleine propriété et l'usufruit de 200.000 actions, représentant 200.000 droits de vote, dont la nue-propriété appartient à deux de ses enfants Mademoiselle Dibah Jiva et Monsieur Jamil Jiva.

En assemblée générale, extraordinaire, Monsieur Anvaraly Jiva exerce 683.194 droits de vote et Mademoiselle Dibah Jiva et Monsieur Jamil Jiva chacun 100.000 droits de vote. Les 200.000 actions dont Monsieur Anvaraly Jiva détient l'usufruit sont assimilées à des actions qu'il détient en propre en application de l'article L.233-9 5° du code de Commerce. Mademoiselle Dibah Jiva et Monsieur Jamil Jiva agissent également de concert avec les autres membres du Concert.

(2) Amanaat est une société contrôlée par Monsieur Anvaraly Jiva.

(3) La participation de Amanaat indiquée dans le tableau ne prend pas en compte les 393.000 actions Linedata Services que les membres du Concert personnes physique se sont engagées à apporter à Amanaat au plus tard le 30 juin 2015 (conformément aux indications figurant ci-dessus), et qui sont assimilées en application de l'article L.233-9 4° du code de commerce à des actions et droits de vote que Amanaat détient, pour éviter de comptabiliser plusieurs fois les mêmes actions dans le tableau. Par application de cette assimilation, la participation d'Amanaat est portée à 3.170.563 actions (43,08 % du capital) et 3.530.563 droits de vote (43,09 % des droits de vote), et celle de Monsieur Anvaraly Jiva à titre direct et indirect via Amanaat à 3.679.875 actions (soit 50,005% du capital) et 4.113.757 droits de vote (soit 50,20 % des droits de vote). Ces assimilations sont reflétées dans les déclarations de franchissement de seuil publiées par l'AMF dans l'avis D&I 215C0739 en date du 2 juin 2015.

(4) A la connaissance de la Société, les seuls actionnaires de ce groupe détenant directement ou indirectement, seuls ou de concert, plus de 5% du capital et / ou des droits de vote, sont Amiral Gestion et Invesco Ltd. Le 27 novembre 2014, Amiral Gestion a déclaré à la société détenir 630.035 actions Linedata Services ce qui représenterait, sur la base du capital modifié au 22 mai 2015, 8,56% du capital et 7,69% des droits de vote de la Société. Le 21 novembre 2013, Invesco Ltd a déclaré à l'AMF et à la Société détenir 406.700 actions Linedata Services ce qui représenterait, sur la base du capital modifié au 22 mai 2015, 5,53% du capital et 4,96% des droits de vote de la Société.

Le 30 septembre 2014, la société FPA Global Opportunity Fund a également déclaré à la Société avoir franchi en hausse le seuil de 2,5% du capital et des droits de vote et détenir 210.849 actions Linedata Services ce qui représenterait, sur la base du capital modifié au 22 mai 2015, 2,87% du capital et 2,57% des droits de vote.

Ces opérations ont été annoncées par voie de communiqué de presse en date du 22 mai 2015 qui a ouvert la période de pré-offre (D&I 215C0695 en date du 26 mai 2015).

1.2.2 *Projet d'offre publique de rachat d'actions déposée concomitamment par Linedata Services*

Après en avoir approuvé le principe le 13 mai 2015, le Conseil de surveillance de la Société a, lors de sa séance du 8 juin 2015, approuvé le dépôt auprès de l'AMF d'un projet d'OPRA auprès de ses actionnaires portant sur un nombre maximal de 1.600.000 actions, soit 21,74% du capital de la Société¹⁷, au prix de 25 euros par action Linedata Services (Dividende 2014 attaché) en vue de leur annulation, en application des articles L.225-204 et L.225-207 du Code de commerce.

L'OPRA demeure soumise à la condition de l'approbation par l'Assemblée générale mixte des actionnaires de la Société appelée à se réunir le 29 juin 2015 de la résolution relative à la réduction de capital social de Linedata Services à hauteur d'un montant nominal maximum de 1.600.000 euros.

¹⁷ Sur la base d'un capital composé de 7.359.025 actions 8.194.031 droits de vote (post annulation des 492.000 actions auto-détenues et des opérations d'acquisition de blocs visées ci-dessus) au 22 mai 2015.

Le projet d'OPRA a également été déposé le 8 juin 2015 auprès de l'AMF et demeure soumis à l'examen de cette dernière. L'OPRA serait réalisée conformément aux dispositions du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 5° du règlement général de l'AMF.

Les actions de la Société acquises par Amanaat dans le cadre de l'Offre seront apportées par Amanaat à l'OPRA, dans la limite de 1.600.000 actions de la Société (21,74% du capital¹⁸).

1.3 Rappel des termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Banque Degroof France SA, HSBC France et Natixis, en qualité d'établissements présentateurs et agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 8 juin 2015 le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat réalisée selon la procédure simplifiée régie par les 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, parmi les banques présentatrices agissant pour le compte de l'Initiateur, il est précisé que seules HSBC France et Natixis garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur a indiqué agir de concert avec les membres du Concert.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Linedata Services la totalité des actions existantes non détenues par le Concert ou susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à l'exception :

- des 181.368 actions auto-détenues par la Société compte tenu de la décision de la Société de ne pas les apporter à l'Offre (certaines de ces actions pourront néanmoins être apportées à l'Offre à la suite de l'attribution définitive à leurs bénéficiaires d'actions gratuites actuellement en période d'acquisition en cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables) ;
- des 6.876 actions gratuites¹⁹ en période de conservation détenues par des personnes autres que les membres du Concert et dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre²⁰, sauf dans les cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables ;

au prix de 25 euros par action Linedata Services (Dividende 2014 attaché), pendant une période de 10 jours de négociation.

Ajustement des termes de l'Offre

Si entre le 8 juin 2015 (inclus) et la date de clôture (incluse) de l'OPAS, Linedata Services procédait à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, selon le Projet de Note d'Information, le prix de l'Offre serait ajusté en conséquence à la baisse pour tenir compte de la Distribution, dès la date de détachement de la Distribution.

¹⁸ Sur la base d'un capital composé de 7.359.025 actions 8.194.031 droits de vote (post annulation des 492.000 actions auto-détenues et des opérations d'acquisition de blocs visées ci-dessus) au 22 mai 2015.

¹⁹ Le solde des actions gratuites en période de conservation est détenu par les personnes physiques membres du Concert et est donc exclu des actions visées par l'Offre.

²⁰ La période de conservation desdites actions gratuites expire le 4 octobre 2016. Ces actions sont actuellement incessibles et sont inscrites au nominatif sur des comptes bloqués dans les livres du teneur de compte CACEIS Corporate Trust. Elles ne sont donc pas juridiquement et techniquement cessibles.

Pour les besoins du présent paragraphe, une Distribution signifie, selon le Projet de Note d'Information, le montant par action de toute distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves, ou de primes faite par Linedata Services entre le 8 juin et la date de clôture de l'Offre.

Tout ajustement du prix par action sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse. La mise en paiement du Dividende 2014, initialement envisagée pour le 31 juillet 2015, devrait intervenir le 14 septembre 2015 ou à toute autre date que le Directoire de la Société déterminerait dans les limites prévues par la réglementation. Si le Dividende 2014 était détaché avant la clôture de l'Offre, le prix par action de l'Offre serait alors diminué du montant dudit dividende dès la date de détachement du Dividende 2014.

Situation des titulaires d'options de souscription d'actions Linedata Services

Au 29 mai 2015, il existe 72.500 options de souscription d'actions émises par Linedata Services susceptibles d'être exercées pendant la durée de l'Offre, à un prix inférieur au prix de l'Offre.

Options de souscription au 29 mai 2015	Plan 2005 (n°5)	Plan 2007 (n°6)
Nombre d'options de souscription	26 500	46 000
Date d'attribution	10/11/2005	11/06/2007
Date de début de la période d'exercice	10/11/2007	11/06/2009
Date d'expiration	10/11/2015	11/06/2017
Prix d'exercice	18,48 €	19,70 €

Note : La parité d'exercice est fixée à une option de souscription pour une action nouvelle.

Les titulaires d'options de souscription d'actions pourront apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit à condition d'avoir exercé leurs options dans un délai leur permettant d'apporter les actions reçues au plus tard le jour de clôture de l'Offre. Ils devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Il est précisé que les actions nouvelles résultant de l'exercice des options du Plan n° 6 ne donnent pas droit au dividende au titre de l'exercice précédant celui au cours duquel l'option est exercée. Ainsi, si ces options étaient exercées avant la mise en paiement du Dividende 2014, les actions nouvelles issues de l'exercice de ces options n'auraient pas droit audit Dividende 2014.

En conséquence, si ces actions étaient émises et apportées à l'Offre, selon le Projet de Note d'Information, elles seraient acquises dans le cadre de l'Offre au prix de 24,35 euros. Il est précisé qu'à la date des présentes, il n'existe aucune action résultant de l'exercice des options du Plan n° 6 ne donnant pas droit au Dividende 2014.

Situation des titulaires d'actions gratuites Linedata Services

Au 29 mai 2015, les plans d'actions gratuites présentent les caractéristiques suivantes :

Nature des actions	Actions ordinaires	Actions ordinaires	Actions de préférence
Date de l'assemblée générale	12/05/2011	12/05/2014	12/05/2014
Date du directoire ayant décidé de l'attribution gratuite d'actions	04/10/2011	13/06/2014	13/06/2014
Date de fin de la période d'acquisition pour les attributaires résidents français	04/10/2014		13/06/2017
Date de fin de la période d'acquisition pour les attributaires non résidents français	04/10/2015	13/06/2018	
Date de fin de la période de conservation pour les attributaires résidents français	04/10/2016		13/06/2019
Date de fin de la période de conservation pour les attributaires non résidents français	04/10/2015	13/06/2018	
Nombre d'actions gratuites attribuées antérieurement définitivement acquises en 2014	43 764		
Nombre d'actions gratuites pouvant être acquises restantes au 29 mai 2015	7 281	95 500	675 ⁽¹⁾

(1) 675 actions de préférence à convertir en au plus 67.500 actions ordinaires sous conditions notamment de performance et de présence. Les actions de préférence sont en période d'acquisition jusqu'au 13 juin 2017, date à laquelle elles entreront en période de conservation jusqu'au 13 juin 2019 (date de leur conversion en actions ordinaires).

Les actions gratuites en période de conservation détenues par des personnes autres que les membres du Concert (à savoir 6.876 actions, le solde de 36.888 étant détenu par les membres du Concert) ne pourront être apportées à l'Offre dès lors que leur période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre. Par exception, dans l'hypothèse d'un cas de levée d'indisponibilité prévu par les dispositions légales ou réglementaires applicables, ces actions seront livrées par prélèvement sur les actions auto-détenues et pourront être apportées à l'Offre pour autant qu'elles le soient au plus tard le jour de clôture de l'Offre.

Les actions gratuites en période d'acquisition (à savoir 170.281 actions, en ce inclus 67.500 actions résultant de la conversion des 675 actions de préférence attribuées) ne pourront être apportées à l'Offre dès lors que ni leur période d'acquisition ni leur période de conservation n'auront expiré à la date de clôture de l'Offre. Par exception, dans l'hypothèse d'un cas de levée d'indisponibilité prévu par les dispositions légales ou réglementaires applicables, ces actions seront livrées par prélèvement sur les actions auto-détenues et pourront être apportées à l'Offre pour autant qu'elles le soient au plus tard le jour de clôture de l'Offre.

1.4 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit au paragraphe 1.2.6 du Projet de Note d'Information.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris diffusera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

La durée de l'Offre est de 10 jours de négociation.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire à cette fin.

Les actions inscrites sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. De même, les actions de la Société inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CACEIS Corporate Trust, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au

porteur.

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 sous la forme nominative, y compris l'attribution de droits de vote double.

Selon le Projet de Note d'Information, Natixis, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de tous les titres apportés à l'Offre. Le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les actions de la Société apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions de la Société apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

L'OPAS et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'OPAS, sera porté devant les tribunaux compétents.

Il est précisé que l'OPAS est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion du Projet de Note d'Information peuvent faire l'objet de restrictions légales ou réglementaires dans certaines juridictions.

La présentation et les caractéristiques de l'OPAS sont décrites aux sections 1 et 2 du Projet de Note d'Information déposé auprès de l'AMF le 8 juin 2015 et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.amanaat.fr).

2. Rapport de l'expert indépendant

Conformément aux dispositions des articles 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance de la Société a désigné le 13 mai 2015 le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et une attestation d'équité.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Ledouble a rendu le rapport reproduit ci-après.

Ledouble

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par AMANAAT

Offre Publique de Rachat initiée par LINEDATA SERVICES

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes - Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 503 320 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

1. INTRODUCTION

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été mandaté le 13 mai 2015 en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance de Linedata Services SA (le « **Conseil de surveillance** ») dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« **OPAS** ») à initier par Amanaat SAS¹ (« **Amanaat** » ou l'« **Initiateur** ») sur les titres de Linedata Services SA (« **Linedata Services** » ou la « **Société** ») et de l'Offre Publique de Rachat (« **OPRA** ») par la Société de ses propres titres, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'OPAS et de l'OPRA de **25 € dividende attaché** (le « **Prix d'Offre** »).

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») traite conjointement de l'OPRA et de l'OPAS (l'« **Opération** »).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant

La désignation de Ledouble s'entend au titre de l'article 261-1 I 1°, 2° et 3°² du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») et de l'instruction d'application n°2006-08 qui s'y rapporte, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006³.

Le présent Rapport s'entend au sens de l'article 262-1.I⁴ du Règlement Général de l'AMF.

Dans la mesure où cette expertise indépendante (la « **Mission** ») se rapporte au titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF, qui définit les obligations des sociétés cotées en matière d'expertise indépendante, nos diligences ont été menées

¹ Société contrôlée par M. Anvaraly Jiva, fondateur et Président du Directoire de Linedata Services.

² Dans la mesure où, en référence aux alinéas de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF :

1° l'Initiateur contrôlera la Société préalablement au dépôt de l'OPAS au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ;

2° certains dirigeants de la Société ont conclu ou concluront des accords avec l'Initiateur susceptibles d'affecter leur indépendance ;

3° l'Initiateur n'apportera pas l'intégralité de ses titres à l'OPRA.

³ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

⁴ Extrait de l'article 262-1.I du Règlement Général de l'AMF : « *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité* ».

conformément aux dispositions de l'article 262-1⁵ du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 et des recommandations AMF du 28 septembre 2006 déjà citées.

1.2. Indépendance

Ledouble est indépendant de la Société, de l'Initiateur et de ses conseils juridiques⁶ et financiers⁷ (les « **Conseils** »), ainsi que des établissements présentateurs de l'OPAS et de l'OPRA⁸ (les « **Etablissements présentateurs** ») :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec les parties susmentionnées ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 susmentionnée ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes les plus récentes réalisées par Ledouble, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁹ ;
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils et les Etablissements présentateurs¹⁰.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, l'Initiateur, les Conseils et les Etablissements présentateurs, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **annexe 5**.

⁵ Article 262-1 du Règlement Général de l'AMF : « I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.

Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.

II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation. »

⁶ Weil, Gotshal & Manges LLP.

⁷ Aforge Degroof Finance (l'« **Evaluateur** »).

⁸ Banque Degroof, HSBC et Natixis.

⁹ Cette déclaration d'indépendance vaut pour l'ensemble des associés et collaborateurs de Ledouble, dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹⁰ Au sens de l'article 261-4 I du Règlement Général de l'AMF.

1.3. Diligences effectuées

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**. La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Opération, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** » ou « **Linedata** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritères du Groupe et du titre Linedata Services.

Nous avons également procédé à l'analyse du financement de l'Opération¹¹.

Ces diligences ont comporté notamment :

- des contacts et réunions avec les personnes en charge de l'Opération au sein de la Société, des membres du Directoire de Linedata Services, ainsi que des représentants des Conseils et des Etablissements présentateurs ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
- la prise de connaissance des supports de présentation de l'Opération et l'examen de la documentation juridique s'y rapportant, principalement l'Accord d'investissement relatif à Amanaat et Linedata Services¹² (l'« **Accord d'Investissement** ») et les projets de notes d'information d'Amanaat au titre de l'OPAS et de Linedata Services au titre de l'OPAS¹³ et de l'OPRA ;
- l'examen de la documentation juridique se rapportant aux accords annoncés dans l'Accord d'Investissement (les « **Accords conjoints** », ensemble avec l'Accord d'Investissement les « **Accords** »), principalement les contrats relatifs à la cession d'actions Linedata Services¹⁴ à Amanaat préalablement à l'Opération (les « **Cessions de blocs** ») et le projet de traité d'apports¹⁵ (les « **Apports** ») dont la réalisation interviendra au plus tard le 30 juin 2015 ;

¹¹ Incluant l'acquisition par l'Initiateur des Cessions de blocs et le refinancement de la dette existante d'Amanaat et de Linedata.

¹² Accord d'Investissement conclu le 22 mai 2015 entre Amanaat, les membres de la famille Jiva et les managers de la Société.

¹³ Note d'information de la Société en réponse à la note d'information de l'Initiateur.

¹⁴ Une dizaine de contrats de cession à Amanaat d'actions Linedata Services ont été conclus concomitamment à l'Accord d'Investissement.

¹⁵ Traité d'apports à Amanaat d'actions de la Société détenues par les membres de la famille Jiva ainsi que des managers de la Société.

Ledouble

- l'examen de l'information publique et réglementée de la Société¹⁶ et l'exploitation des informations juridiques, comptables et financières d'Amaanat et de Linedata Services¹⁷ au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2014 ;
- le recensement des faits ayant marqué la vie sociale de l'Initiateur et de la Société au cours des derniers exercices écoulés et de l'exercice en cours ;
- la lecture des notes d'analystes en charge du suivi du titre Linedata Services ;
- l'étude détaillée et contradictoire du plan d'affaires consolidé du Groupe (le « *Business plan* »), par comparaison notamment entre les prévisions établies antérieurement à l'Opération¹⁸ et les réalisations des derniers exercices clos ;
- l'exploitation de nos bases de données sectorielles¹⁹ et financières²⁰ ;
- l'évaluation multicritères du titre Linedata Services ;
- la revue des travaux de l'Évaluateur et la comparaison avec notre évaluation multicritères du titre Linedata Services ;
- l'examen détaillé des contrats de financement mis en place dans le cadre de l'Opération²¹ et des capacités de Linedata et d'Amaanat à en assumer les termes et conditions ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritères du titre Linedata Services, ainsi que du contexte et des modalités de financement l'Opération.

¹⁶ En partie consultable sur le site d'information de la Société. [En ligne], [http://fr.linedata.com/relations-investisseurs/informations-reglementees/](http://fr.linedata.com/rerelations-investisseurs/informations-reglementees/) [référence du 31 mai 2015].

¹⁷ En particulier le document de référence (« **DDR** ») 2014 de Linedata.

¹⁸ Plan d'affaires sous-tendant les tests d'*impairment* au 31 décembre 2014.

¹⁹ *Xerfi*.

²⁰ *Bloomberg* et *Thomson One*.

²¹ Contrats de crédit senior souscrits respectivement par Amaanat et Linedata Services et contrats de souscription relatifs à l'émission respectivement par Amaanat et Linedata Services d'un emprunt obligataire.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès du management de la Société (« **la Direction** ») et de la part de l'Initiateur en la personne de M. Anvaraly Jiva.

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

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération. L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral des notes d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Opération (§ 2) ;
- l'activité du Groupe (§ 3) ;
- notre évaluation multicritères de l'action de la Société (§ 4) et la synthèse de ces travaux (§ 5) ;
- la revue des travaux de l'Evaluateur (§ 6) ;
- notre appréciation du contenu de l'Accord d'Investissement et des Accords conjoints (§ 7) ;
- l'incidence des financements mis en place dans le cadre de l'Opération sur la situation financière de la Société (§ 8) ;

La conclusion sur le Prix d'Offre au regard de l'évaluation multicritères du titre Linedata Services, ainsi que du contexte de l'Opération (§ 9).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en euros (€), milliers d'euros (K€) ou millions d'euros (M€).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Amanaat

Amanaat est une Société par Actions Simplifiée, au capital de 131.731 €, sise 40, rue Madeleine Michelis à Neuilly-sur-Seine (92200), et contrôlée par M. Anvaraly Jiva, fondateur et Président du Directoire de Linedata Services.

2.2. Linedata Services

Linedata Services est une Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance, au capital de 7.359.025 €, sise 19, rue d'Orléans à Neuilly-sur-Seine (92200), dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext à Paris²².

2.3. Genèse et économie générale de l'Opération

L'OPAS initiée sur les titres Linedata Services au Prix d'Offre de 25 € dividende attaché par action résulte des opérations suivantes, rendues publiques par voie de communiqué de presse²³ le 22 mai 2015 :

- conclusion par Amanaat, M. Anvaraly Jiva et des membres de sa famille²⁴, et certains dirigeants et cadres de Linedata Services (les « **Managers** » et ensemble avec Amanaat, M. Anvaraly Jiva et des membres de sa famille, le « **Concert** »), d'un accord d'investissement (l'« **Accord d'Investissement** ») par lequel ils sont convenus d'agir de concert vis-à-vis de Linedata Services et d'acquérir le contrôle majoritaire en droits de vote de la Société ;
- conclusion de l'acquisition par voie de blocs hors marché au profit d'Amanaat de 577.563 actions, au prix de 25 € par action Linedata Services (dividende au titre de l'exercice 2014 attaché, étant précisé que le montant de ce dividende proposé à l'assemblée générale du 29 juin 2015 s'élève à 0,65 € par action (le « **Dividende 2014** »)) ;
- annulation par Linedata Services de 492.000 de ses actions auto-détenues.

²² Code ISIN FR0004156297.

²³ Communiqué conjoint d'Amanaat et de Linedata. [En ligne], http://fr.linedata.com/wp-content/blogs.dir/2/files/2015/05/150522_CP_Linedata_Amanaat.pdf [référence du 22 mai 2015].

²⁴ Deux des enfants de M. Anvaraly Jiva, en la personne de Mlle Dibah Jiva et de M. Jamil Jiva.

Les Cessions de blocs ont impliqué une dizaine de cédants, comprenant des investisseurs institutionnels et des personnes physiques, dont deux Managers²⁵ :

	Nombre d'actions
CDC PME Croissance	296 623
Science et Innovation 2	59 736
Daniel Brisson	92 500
Carthage Investissement	47 569
Michael de Verteuil	37 300
Françoise Sapei	25 817
Sébastien Sapei	3 875
Sophie Sapei	1 689
Julie Pieri	7 454
Marie-Odile Thibeaut	5 000
Total actions cédées	577 563

Concomitamment à l'OPAS, Linedata Services a par ailleurs approuvé le principe d'une OPRA sur 1.600.000 de ses propres actions, au titre du financement partiel de l'OPAS auprès d'Amanaat, au Prix d'Offre de 25 € Dividende 2014 attaché, et en vue de l'annulation de ces titres.

2.3.1. Structure capitalistique de Linedata Services au 22 mai 2015

A l'issue de la mise en Concert, des Cessions de blocs au profit d'Amanaat, et de l'annulation de 492.000 actions auto-détenues par Linedata Services, le Concert détient 51,45% du capital et 53,47% des droits de vote de la Société répartis comme suit²⁶ :

²⁵ En la personne de Mme Marie-Odile Thibeaut et de M. Michael de Verteuil.

²⁶ M. Anvaraly Jiva détient 609.312 actions représentant 683.194 droits de vote en pleine propriété et l'usufruit de 200.000 actions représentant 200.000 droits de vote, dont la nue-propriété appartient à ses enfants en la personne de Mlle Dibah Jiva et M. Jamil Jiva. En outre la participation d'Amanaat ne prend pas en compte les 393.000 actions Linedata Services que les membres du Concert personnes physique se sont engagées à apporter au plus tard le 30 juin 2015 et qui sont d'ores et déjà incluses dans la participation du Concert (§ 2.3.3.1 et § 2.3.3.2).

Au 22 mai 2015	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Anvaraly Jiva	809 312	11,00%	883 194	10,78%
Amanaat	2 777 563	37,74%	3 137 563	38,29%
Sous total A. Jiva / Amanaat	3 586 875	48,74%	4 020 757	49,07%
Denis Bley	17 756	0,24%	22 756	0,28%
Alain Mattei	16 688	0,23%	25 688	0,31%
Thierry Soret	39 288	0,53%	72 888	0,89%
Marie-Odile Thibeaut	103 097	1,40%	206 194	2,52%
Michael de Verteuil	22 756	0,31%	32 756	0,40%
Sous total Concert	3 786 460	51,45%	4 381 039	53,47%
Autres managers, salariés et assimilés	124 283	1,69%	234 746	2,86%
Auto-détention	181 368	2,46%	181 368	2,21%
Public	3 266 914	44,39%	3 396 878	41,46%
Total	7 359 025	100,00%	8 194 031	100,00%

A ce stade :

- l'Initiateur a franchi le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société à titre individuel,
- l'Initiateur et son actionnaire de contrôle, M. Anvaraly Jiva ont augmenté leur participation initiale dans le capital et les droits de vote de plus de 1% du capital et des droits de vote de Linedata Services en moins de 12 mois consécutifs,
- et le Concert a franchi le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société,

rendant l'OPAS obligatoire pour l'Initiateur en application des articles 234-2 et 234-5 du Règlement Général de l'AMF.

2.3.2. Périmètre de l'OPAS et de l'OPRA

L'OPAS porte sur un nombre total de 3.456.821 actions Linedata Services²⁷, correspondant à la totalité des actions existantes non détenues par le Concert ou susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre.

L'OPRA porte sur un nombre total de 1.600.000 actions Linedata Services. Amanaat a annoncé qu'elle apporterait à l'OPRA un nombre d'actions égal au nombre d'actions qui lui auront été cédées dans le cadre de l'OPAS (dans la limite de 1.600.000 actions).

²⁷ Actions en circulation après annulation de 492.000 actions d'autocontrôle et exercice de 2.000 *stock-options* début 2015 : 7.359.025 - actions détenues par le Concert : 3.786.460 - actions auto-détenues non apportées à l'OPAS : 181.368 actions - 6.876 actions gratuites existantes en période de conservation détenues en dehors du Concert et dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre + 72.500 actions susceptibles d'être émises par l'exercice d'options de souscription d'actions.

2.3.3. Accords conjoints

Outre les Cessions de blocs, l'Accord d'Investissement prévoit la mise en œuvre des accords suivants :

2.3.3.1. Engagements d'apport des Managers

En sus des actions cédées dans le cadre des Cessions de blocs, les Managers se sont engagés sans solidarité à faire apport²⁸ à Amanaat au plus tard le 30 juin 2015 d'un total de 93.000 actions de la Société, sur la base d'une valeur de 25 € en concordance avec le Prix d'Offre, dans les proportions suivantes :

Au 22 mai 2015	Nombre d'actions avant Opération	Nombre d'actions cédées	Nombre d'actions à apporter	Nombre d'actions conservées
Denis Bley	17 756		5 000	12 756
Alain Mattei	16 688		9 000	7 688
Thierry Soret	39 288		10 000	29 288
Marie-Odile Thibeaut	108 097	5 000	59 000	44 097
Michael de Verteuil	60 056	37 300	10 000	12 756
	241 885	42 300	93 000	106 585

2.3.3.2. Engagements d'apport de M. Anvaraly Jiva

Selon le même schéma que celui évoqué supra pour les Managers, M. Anvaraly Jiva s'est engagé à faire apport²⁹ à Amanaat au plus tard le 30 juin 2015 d'un total de 300.000 actions de la Société, sur la base d'une valeur de 25 € en concordance avec le Prix d'Offre, dans la proportion de 100.000 actions détenues en pleine propriété et de 200.000 actions en usufruit et détenues en nue-propriété³⁰ par ses enfants³¹.

2.3.3.3. Augmentation de capital réservée d'Amanaat

Parmi les Managers, deux d'entre eux se sont engagés à souscrire en numéraire à une augmentation de capital réservée d'Amanaat à hauteur d'un montant total de 175.000 €, au prix de souscription de 25 € par action (Dividende 2014 attaché) en concordance avec le Prix d'Offre.

²⁸ Aux termes du projet de traité d'apports.

²⁹ Aux termes du même projet de traité d'apports que celui impliquant les Managers.

³⁰ Par symétrie, les actions apportées en usufruit seront rémunérées par des actions Amanaat en usufruit et les actions apportées en nue-propriété seront rémunérées par des actions Amanaat en nue-propriété.

³¹ Mlle Dibah Jiva et M. Jamil Jiva.

2.3.3.4. *Pacte d'actionnaires*

L'Accord d'Investissement fait état de la conclusion au plus tard le 30 juin 2015 d'un pacte d'une durée de 20 ans (le « **Pacte d'actionnaires** ») entre Amanaat, M. Anvaraly Jiva et des membres de sa famille, ainsi que les Managers, et détaille en annexe les principaux termes du Pacte comportant principalement des clauses relatives à la détention et la cession des actions³².

Dans le cadre de promesses de vente et d'achat (les « **Promesses** ») consentis respectivement par les Managers à M. Anvaraly Jiva et par M. Anvaraly Jiva aux Managers à l'horizon 2020 et 2021, le prix d'exercice de ces promesses est déterminé en fonction de la valeur la plus élevée entre (i) la moyenne des cours de bourse des 6 derniers mois précédant la date d'exercice des promesses multipliée par le nombre de titres détenus par Amanaat dans la Société et (ii) d'un multiple de 5,7x l'EBITDA constaté dans les derniers comptes consolidés minoré de la dette nette consolidée de la Société, traduisant une valeur de capitaux propres, qui est ramenée à la quote-part détenue par Amanaat dans la Société.

2.3.4. Engagements de non apport à l'OPAS et à l'OPRA

Aux termes de l'Accord d'Investissement, les Managers se sont engagés irrévocablement à ne pas apporter les actions Linedata Services qu'ils auront conservées à l'issue des apports à intervenir avant le 30 juin 2015 (§ 2.3.3.1) ; il en est de même en ce qui concerne M. Anvaraly Jiva (§ 2.3.3.2).

³² Inaliénabilité des actions Amanaat détenues par les Managers, Promesses de vente et d'achat entre M. Anvaraly Jiva et les Managers, Obligation de sortie commune, Droit de cession conjointe, Règles applicables aux actions Linedata Services détenues en direct par les Managers.

3. PRÉSENTATION DU GROUPE

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritères du titre Linedata Services (§ 4), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché³³.

3.1. Positionnement de Linedata sur son secteur

Le Groupe se positionne aujourd'hui comme un acteur de référence de l'édition et de la distribution de progiciels financiers destinés aux professionnels de la gestion d'actifs, des crédits et financements et de l'assurance³⁴ :

- **Gestion d'actifs**³⁵ : Linedata édite des progiciels pour les activités de gestion de fonds (gestion institutionnelle et gestion alternative), qui sont utilisés pour la gestion de portefeuille, la gestion d'ordres jusqu'à la gestion administrative et comptable *via* une offre complète comprenant notamment les produits « Linedata LongView » pour le *front office*, « Linedata Compliance » pour le *middle office* et « Linedata Chorus, Linedata Icon et Linedata Mfact » pour le *back office* ;
- **Crédits et financements** : le Groupe est partenaire technologique des établissements financiers spécialisés dans le domaine des crédits et financements, du crédit à la consommation jusqu'au crédit syndiqué en passant par le financement de véhicules, de stocks et le crédit-bail. Les produits phares de Linedata sur cette activité sont « Linedata Ekip » pour le *loan servicing* et « Linedata Capitalstream » pour le *loan origination* ;
- **Assurance-vie** : Linedata, au travers de la solution « Linedata Master I » propose des offres étendues aux besoins des assureurs, mutuelles et courtiers dans le domaine de l'assurance de personnes.

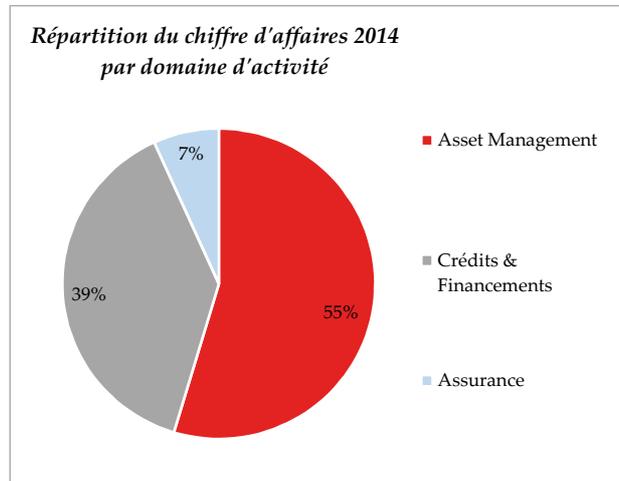
³³ L'analyse est résumée à la fin de cette partie du Rapport sous la forme d'une matrice *Swot* (§ 3.4).

³⁴ Assurance-vie, assurance de personnes.

³⁵ *Asset management*.

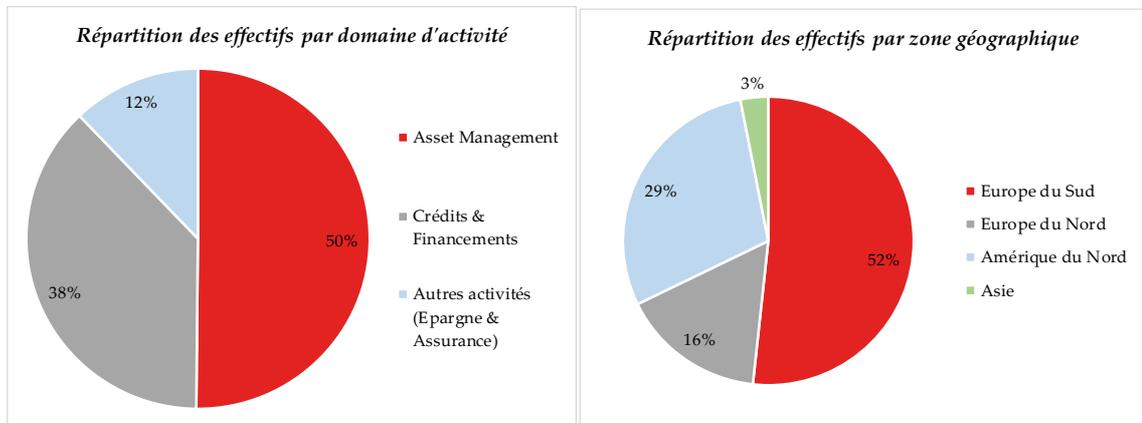
3.1.1. Chiffre d'affaires

En 2014, le chiffre d'affaires par domaine d'activité se ventile comme suit :



3.1.2. Effectifs

Le Groupe emploie à fin 2014 près de 1.000 collaborateurs³⁶ répartis dans 50 pays, avec un ancrage important en Europe et une prépondérance dans la gestion d'actifs :



3.1.3. Métiers

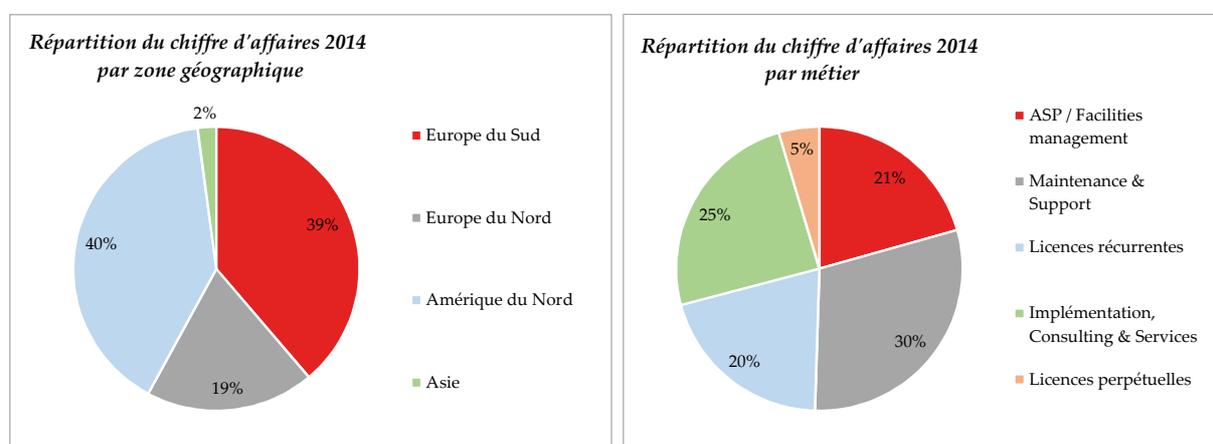
Les activités déployées par le Groupe sont structurées autour de trois divisions métiers :

- **Edition de progiciels** : Linedata offre des solutions informatiques pour les professionnels de la gestion d'actifs, de l'assurance et du crédit / financement, en proposant des licences sous forme perpétuelle (durée d'utilisation indéterminée) ou sous forme récurrente (durée d'utilisation déterminée) ;

³⁶ Dont 300 personnes en France et 200 personnes en Tunisie incluses dans Europe du Sud.

- **Intégration de solutions** : le Groupe rend opérationnels les progiciels qu'il a édités au sein des systèmes informatiques de ses clients ;
- **Prestation de services** : le Groupe fournit également des services de formation, de *consulting* d'experts fonctionnels et techniques, ainsi qu'une prestation complète d'exploitation et d'hébergement de type SaaS³⁷ des progiciels Linedata. Le SaaS, qui représente un moteur de croissance important, consiste pour les éditeurs de logiciels en la mise à jour, la maintenance et l'hébergement des applications accessibles à distance, ainsi que le stockage des données, la sécurité et l'infrastructure informatique.

En 2014, le chiffre d'affaires par zone géographique et par métier et se ventile comme suit³⁸, sur un portefeuille de plus de 500 clients :



3.1.4. Facteurs historiques de croissance

Le développement du Groupe est le résultat d'une croissance organique et d'une politique d'acquisitions dont plusieurs ont été structurantes au cours des quinze dernières années :

- **2000** : acquisition de la société **Ekip/Ingénétudes**, un des principaux éditeurs de progiciels pour la gestion des crédits-baux mobiliers et immobiliers ;
- **2001** : acquisition de **The LongView Group**, société spécialisée dans la gestion de portefeuilles ;

³⁷ *Software as a Service* auparavant dénommé ASP pour *Application Service Provider*.

³⁸ Pour mémoire, la France, qui représente plus du tiers du chiffre d'affaires consolidé, est englobée dans la zone géographique de l'Europe du Sud.

Ledouble

- **2003** : acquisition d'**Icon** et de **Preview**, solutions de gestion de portefeuilles de Thomson Financial pour l'Europe ;
- **2005** : acquisition des actifs de **Global Investment Systems**, société spécialisée dans les solutions logicielles de gestion « back office » en gestion d'actifs ;
- **2005** : acquisition de la société **Beauchamp Financial Technology**, spécialisée dans les solutions progicielles de gestion alternative ;
- **2011** : acquisition de la société **Fimasys**, spécialisée en épargne salariale et en crédits ;
- **2013** : acquisition de la société américaine **CapitalStream**, dont la plate-forme progicielle est reconnue et configurée pour tout type de financement ; cette transaction a largement contribué au renforcement de la présence de Linedata en Amérique du Nord.

3.2. Caractéristiques du marché de l'édition de logiciels

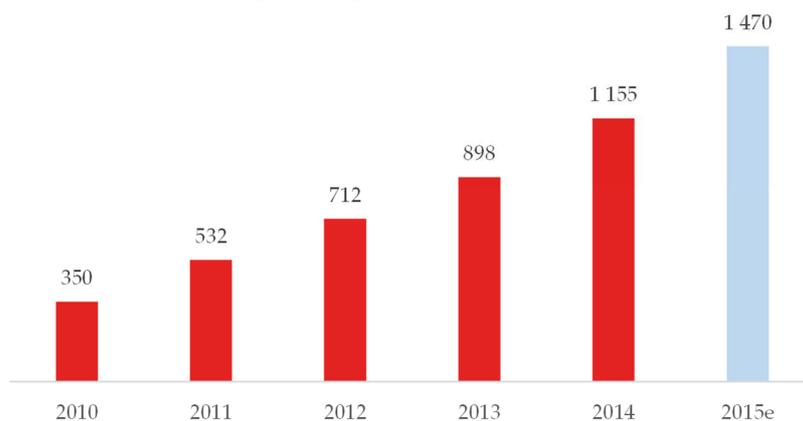
Nous nous concentrons principalement sur les caractéristiques des marchés français et européen, sur lequel le Groupe réalise environ 60% de son chiffre d'affaires consolidé.

Le marché de l'édition de logiciels est en pleine mutation ; c'est ainsi que le modèle économique du secteur migre d'un système de vente *déployée* où le client utilisateur installait le logiciel lui-même, à un système de vente *hébergée* selon le mode SaaS. Le système de vente hébergée dans lequel le client est locataire du logiciel représente un relais de croissance important, mais contraint les éditeurs de logiciel à consacrer de lourds investissements ; les éditeurs sont ainsi amenés à réaliser des mises à jour régulières de logiciels pour faire face à la concurrence. De plus, la grande majorité des opérateurs doit passer par les services des hébergeurs pour louer des capacités de stockage³⁹.

Les revenus générés par les logiciels proposés en mode « SaaS » en France sont en forte croissance depuis 2010.

³⁹ Source : Xerfi (2014). *L'édition de logiciels*, août.

Revenus générés par le mode SaaS (M€)

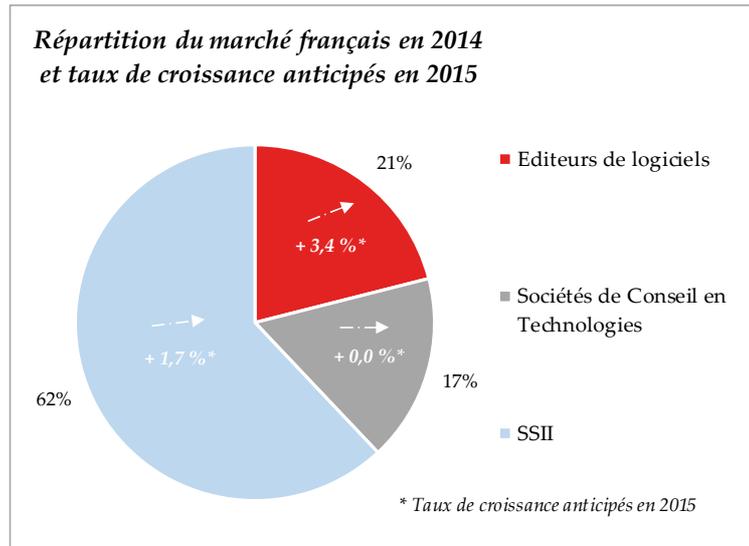


Le modèle économique en voie d'extinction était le modèle du revenu « licence perpétuelle + maintenance » selon lequel le client fait l'acquisition du droit d'usage du logiciel dans sa version présente, et doit payer pour chaque mise à jour (*upgrade*). Les clients ne souhaitant plus investir de fortes sommes dans l'achat du logiciel et dans le paiement des mises à jour, les éditeurs ont été contraints de revoir leur modèle économique vers un système de vente de solutions hébergées sous forme d'abonnement récurrent.

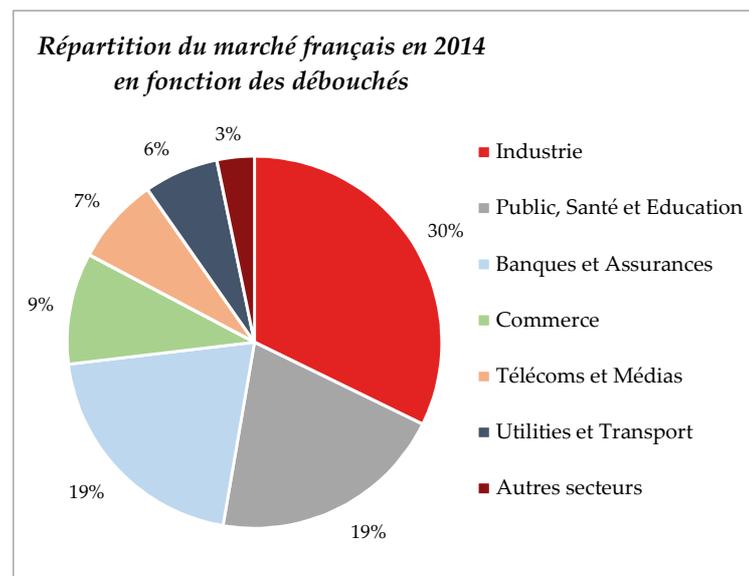
L'évolution du marché de l'édition de logiciels financiers se traduit également par une exigence accrue des utilisateurs, en particulier les grands comptes, pour une offre plus large. À titre d'illustration, les clients de Linedata souhaitent disposer d'une offre alliant les marchés actions et les marchés de taux, alors qu'une large part des produits du Groupe se limite encore aux marchés actions. Les évolutions des exigences, des contraintes budgétaires et des souhaits des utilisateurs contribuent à la mutation du modèle économique du secteur de l'édition de logiciels financiers.

Dans l'ensemble européen, le marché français du « conseil, logiciels et services informatiques », qui pèse pour 49,5 Md€ en 2014, est dominé par les SSII, les éditeurs de logiciels n'y occupant qu'une place secondaire⁴⁰ :

⁴⁰ Source : Syntec Numérique. [En ligne], <http://www.syntec-numerique.fr/presentation/secteur-et-marches> [référence du 31 mai 2015].



Des perspectives commerciales se dégagent du « triptyque » Industrie – Public, Santé, Education – Banque et assurances sur lequel le Groupe est présent :



3.3. Performances historiques de Linedata

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée⁴¹ sur longue période, l'activité et la rentabilité de Linedata ont connu l'évolution suivante :

Performance historique								CAGR
(en M€)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008 - 2014
Chiffre d'affaires (CA)	160,7	144,5	136,2	137,3	144,0	160,3	158,0	-0,3%
<i>Variation</i>		-10,1%	-5,7%	0,8%	4,9%	11,3%	-1,4%	
Achats et charges externes	-62,4	-51,1	-37,5	-34,3	-32,8	-36,0	-33,2	
Impôts, taxes et assimilés	-3,6	-3,4	-2,9	-2,6	-2,9	-3,3	-2,9	
Charges de personnel	-72,6	-65,2	-65,9	-68,0	-73,5	-79,7	-79,0	
Autres produits et charges opérationnels courants	-0,5	-1,7	-0,7	-0,4	-0,9	0,0	-1,2	
EBITDA	21,6	23,1	29,2	32,0	33,9	41,3	41,6	11,6%
% CA	13,4%	16,0%	21,4%	23,3%	23,5%	25,7%	26,3%	
DAP	-12,6	-8,2	-6,5	-7,7	-7,9	-10,6	-9,7	
Autres produits et charges opérationnels	-1,3	0,5	-1,0	-0,5	0,0	-0,3	-4,6	
EBIT	7,8	15,4	21,7	23,8	26,0	30,3	27,3	23,3%
% CA	4,8%	10,6%	15,9%	17,3%	18,0%	18,9%	17,3%	

Depuis 2008, le Groupe a ainsi enregistré des performances contrastées tant en termes d'activité que de rentabilité. Alors que le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires sur la période 2008-2014 reste atone à -0,3%, l'EBITDA a progressé en moyenne de 11,6%, par une amélioration tendancielle de la maîtrise des coûts, stabilisant la rentabilité à un niveau d'EBIT de l'ordre de 17% à 18% du chiffre d'affaires.

3.3.1.1 Chiffre d'affaires

Le fléchissement du chiffre d'affaires entre 2008 et 2010 s'inscrit dans un contexte conjoncturel difficile, en particulier pour Linedata dont l'exposition au secteur de la gestion d'actifs, qui a subi durant cette période des mouvements de décollecte importants, est prépondérante ; en outre, le chiffre d'affaires du Groupe est réalisé principalement en Europe et secondairement en Amérique de Nord, *i.e.* sur des marchés matures et très concurrentiels. La crise financière de 2008 couplée au mix géographique a ainsi largement pesé sur l'évolution du chiffre d'affaires jusqu'en 2010.

À partir de 2011, Linedata a renoué avec la croissance en favorisant le développement de la location de licences et de prestations SaaS, qui sur la durée de vie du contrat et en compensation d'un revenu initial *up-front* faible, dégage un volume de facturation plus important que la vente pure et simple de licence (§ 3.2). Le taux de récurrence du volume d'affaires est ainsi passé de 60% du chiffre d'affaires en 2008 à 71% en 2014.

⁴¹ Source : documents de référence Linedata.

En définitive, l'évolution du chiffre d'affaires de Linedata apparaît dépendante de la migration du modèle économique du secteur au sein duquel le Groupe évolue ainsi qu'à une forte pression sur les prix subie par les éditeurs de logiciels. Des relais de croissance organique et/ou de croissance externe tels que ceux précités (§ 3.1.4) s'avèrent donc nécessaires au maintien de l'activité.

3.3.1.2 Profitabilité

Linedata affiche une progression de marge d'EBITDA de près de 13 points entre 2008 et 2014 sous l'effet :

- d'une réduction des charges de sous-traitance et des effectifs externes (prestations informatiques de développement spécifiques menées par des consultants externes) ;
- de l'intégration maîtrisée de Fimasys et de CapitalStream.

Les charges de personnel, qui occupent une place importante dans la structure de coûts, sont pour partie corrélées au chiffre d'affaires en raison de l'indexation de la part variable des commerciaux sur le volume d'activité. La part de personnel *onshore* (France, Royaume-Uni, États-Unis) n'a pas progressé en raison de la stratégie de Groupe de remplacer le personnel existant par du personnel *offshore* (Tunisie, Lettonie par exemple).

3.3.2. Structure bilancielle

L'évolution de la structure bilancielle consolidée de Linedata depuis 2008 reflète, par le poids des écarts d'acquisition (*goodwill*), la politique de croissance externe menée par le Groupe ; la capitalisation en actifs incorporels des dépenses de recherche et développement contribue secondairement à la formation de l'actif économique.

Par ailleurs les provisions pour avantages au personnel sont à relier à la nature de l'activité de prestataire de services du Groupe et à l'importance des charges de personnel dans la structure de coûts (§ 3.3.1.2).

L'examen pluriannuel de la structure bilancielle met également en évidence une réduction de l'actif net en 2012 imputable à l'offre publique de rachat initiée par Linedata sur ses actions⁴² :

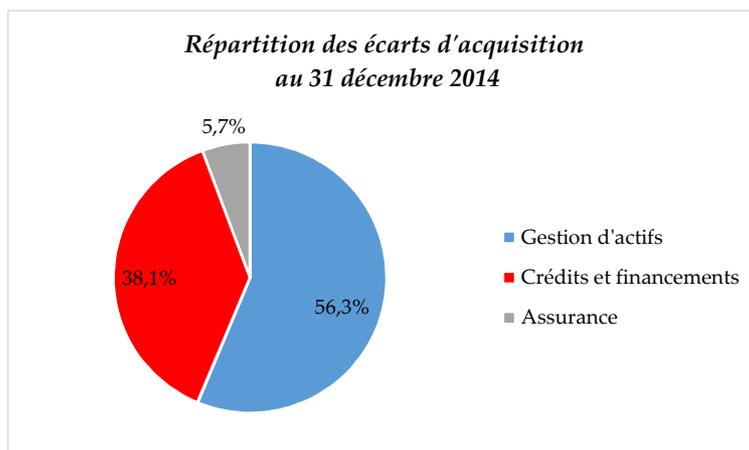
Actif net - part du Groupe							
(en M€)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Goodwill	92,7	93,5	95,8	104,4	104,5	119,7	122,9
Actifs incorporels	27,4	23,7	17,9	21,3	20,3	33,2	32,5
Actifs corporels	6,1	5,0	7,6	8,4	6,9	8,0	9,3
BFR	-6,6	-2,8	-4,8	-5,9	-0,5	-12,8	-4,3
Actif économique	119,6	119,3	116,4	128,2	131,3	148,1	160,3
Autres actifs / passifs non courants	2,0	1,4	0,7	1,1	0,6	0,7	0,9
Provision pour risques et charges	-7,8	-8,1	-6,4	-3,9	-2,9	-2,4	-1,9
Provisions pour retraites et engagements assimilés	-3,3	-3,9	-4,6	-9,0	-12,3	-12,2	-17,0
Provisions	-11,1	-12,0	-11,0	-12,9	-15,2	-14,6	-18,9
Trésorerie et équivalents	30,0	21,5	27,4	23,6	17,9	29,3	15,4
Dette financière	-49,9	-34,2	-24,9	-21,7	-49,7	-70,1	-56,2
Actif net - part du Groupe	90,6	96,0	108,6	118,3	84,9	93,3	101,6

3.3.2.1. Ecarts d'acquisition⁴³

L'évolution de l'activité de Linedata est rythmée par les opérations de croissance externe (§ 3.1.4), dont l'effet cumulatif transparait principalement en gestion d'actifs et crédits et financements à fin 2014 :

⁴² L'offre publique de rachat en 2012, au prix de 16 € par action, a porté sur 2,7 millions de titres.

⁴³ Source : DDR 2014, note 13, p. 75.



3.3.2.2. Recherche et Développement⁴⁴

Compte tenu de leur nature, certains frais engagés au titre de la Recherche & Développement (R&D) dans le cadre du développement des produits sont capitalisés⁴⁵ à la clôture de chaque exercice et amortis sur une durée de trois années ; pour mémoire, la capitalisation des frais de R&D équivaut en moyenne à 1,8% du chiffre d'affaires depuis 2008.

Les dépenses de R&D, qui représentent environ un tiers des actifs incorporels à fin 2014, ont augmenté de 12% par rapport à 2013, compte tenu du lancement de *Longview* et *BOE* sur l'activité Gestion d'actifs, ainsi que de la nouvelle version du logiciel *Ekip 360* sur l'activité Crédits & Financements (§ 3.1).

⁴⁴ Source : DDR 2014, note 14, p. 77.

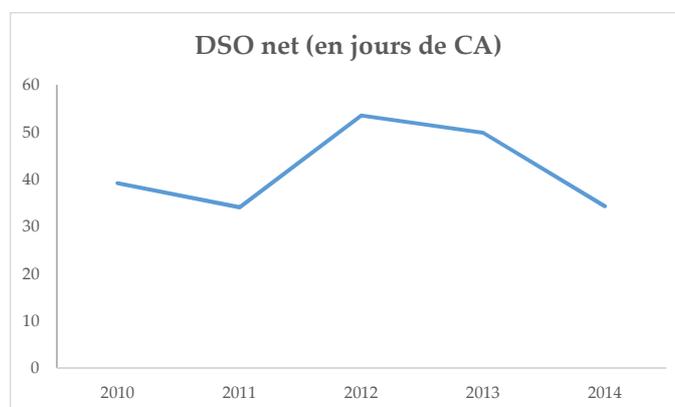
⁴⁵ Sous réserve de la satisfaction des critères requis par la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles » (source : DDR, note 11, p. 24).

3.3.2.3. Besoin en Fonds de Roulement

L'activité de Linedata dégage un Fonds de Roulement (BFR) structurellement négatif sous l'effet notamment des produits constatés d'avance, de nombreux travaux effectués étant prépayés :

BFR							
M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Valeur nette créances clients	40,3	37,1	31,1	31,5	31,0	33,3	37,0
Créances fiscales	4,8	5,2	3,8	2,6	2,1	1,6	1,9
Charges constatées d'avance	2,2	1,8	2,3	2,7	2,4	2,4	2,8
Créances d'impôts	3,6	3,5	2,5	3,2	4,0	1,4	5,9
Dettes fournisseurs	(18,0)	(15,9)	(10,8)	(10,3)	(8,6)	(10,1)	(8,6)
Dettes fiscales et sociales	(20,3)	(18,3)	(15,4)	(16,2)	(15,1)	(16,2)	(15,3)
Participation et intéressement des salariés	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(1,3)	(1,4)	(1,2)	(1,1)
Produits constatés d'avance	(13,7)	(10,8)	(10,8)	(11,6)	(12,7)	(18,2)	(20,2)
Impôts exigibles passifs	(1,4)	(1,8)	(3,4)	(5,4)	(1,6)	(5,8)	(5,6)
BFR "direct"	(3,4)	0,0	(1,7)	(4,8)	0,1	(12,6)	(3,2)
Autres créances	0,9	0,4	0,3	0,3	0,2	0,7	0,2
Débiteurs divers	0,2	0,4	0,2	0,1	0,7	0,2	0,2
Autres dettes	(4,2)	(3,6)	(3,6)	(1,5)	(1,4)	(1,0)	(1,5)
BFR "indirect"	(3,2)	(2,9)	(3,1)	(1,1)	(0,6)	(0,2)	(1,1)
BFR estimé	(6,6)	(2,8)	(4,8)	(5,9)	(0,5)	(12,8)	(4,3)
% CA	(4,1%)	(2,0%)	(3,5%)	(4,3%)	(0,3%)	(8,0%)	(2,7%)

Depuis 2010, le DSO⁴⁶ net de provisions suit la tendance suivante pour s'établir en moyenne à 40 jours de chiffre d'affaires (CA)⁴⁷ :



3.3.2.4. Provisions pour retraites et engagements assimilés

Les provisions relatives aux engagements de retraite et médailles du travail sur le périmètre français du Groupe, s'élèvent à 7,5 M€ au 31 décembre 2014, et représentent à elles seules environ 80% des provisions pour risques et charges ; elles font l'objet d'un calcul actuariel⁴⁸.

⁴⁶ Days Sales Outstanding (délai de paiement clients)

⁴⁷ Le DSO est ici calculé à l'aide du poste clients retraité des factures à établir.

⁴⁸ Source : DDR 2014, note 21, p. 83.

3.4. Matrice *Swot*

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

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> - Capacité du Groupe à proposer des solutions innovantes - Forte notoriété des produits Linedata - Modèle économique "ajustable", permettant une certaine résilience pendant les années de crise - Modèle économique permettant de générer des revenus récurrents (durée moyenne de relation contractuelle clientèle de 8,5 années) - Niveaux de marge d'EBITDA et de génération de cash-flows importants 	<ul style="list-style-type: none"> - Clientèle plus volatile que par le passé - Faible niveau de croissance organique - Main d'œuvre qualifiée mais volatile
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Fortes barrières à l'entrée dans le secteur de l'édition de logiciels - Développements potentiels dans les pays émergents - Opérations de croissance externe 	<ul style="list-style-type: none"> - Pression sur les prix accrue, arrivée de nouveaux entrants - Présence du Groupe dans des zones économiques matures manquant de relais de croissance

4. EVALUATION DU TITRE LINEDATA SERVICES

Nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères, et exposons ci-après le nombre d'actions dilué ainsi que la dette financière sous-tendant notre valorisation du titre Linedata Services (§ 4.1), les méthodes d'évaluation que nous avons écartées (§ 4.2) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes pour évaluer ce titre (§ 4.3).

L'évaluation du titre Linedata Services est effectuée sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2014.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Linedata Services est le 21 mai 2015⁴⁹, veille de l'annonce de l'Opération.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.3) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 4.4) sont arrêtés au 22 mai 2015.

4.1. Bases de valorisation

4.1.1. Nombre dilué d'actions

Le nombre total d'actions sur une base diluée que nous avons utilisé pour la valorisation du titre Linedata Services, soit **7.412.457 actions**, intègre les éléments suivants après annulation des actions auto-détenues et prise en compte des plans d'actions gratuites et des options de souscription d'actions (*stock-options*) :

- un volant de 7.849.025 actions⁵⁰ en circulation ;
- minoré des 672.458 actions auto-détenues⁵¹ par la Société ;
- majoré de 10.480 actions émises par l'exercice des options de souscription dans leur intégralité ;
- et majoré de 225.410 actions gratuites⁵² et actions de préférence attribuées aux managers :

⁴⁹ Le communiqué conjoint d'Amanaat et de Linedata est paru le 22 mai 2015, le cours de l'action Linedata Services ayant été suspendu le 22 mai 2015 avant ouverture de la bourse. [En ligne], http://fr.linedata.com/wp-content/blogs.dir/2/files/2015/05/150522_CP_Linedata_Amanaat.pdf [référence du 22 mai 2015].

⁵⁰ Nombre de titres en circulation au 31 décembre 2014.

⁵¹ Dont 492.000 actions auto-détenues annulées dans le cadre de l'Opération (§ 2.3).

⁵² Les plans d'attribution d'actions gratuites ont été intégrés à notre calcul du nombre d'actions diluées, dans la mesure où nous avons neutralisé le stock d'actions auto-détenues sur lequel leur attribution viendra théoriquement s'imputer.

	Linedata
Nombre d'actions existantes	7 849 025
Actions autodétenues	(672 458)
Actions gratuites	225 410
Stock options	10 480
Nombre dilué d'actions	7 412 457

Le nombre d'actions émises selon la méthode du rachat d'actions au Prix d'Offre, qui conduit à ajouter les *stock-options* au volume d'actions minoré de l'autocontrôle, est déterminé comme suit, en considérant que la trésorerie afférente à la levée des *stock-options* est réinvestie dans le rachat d'actions au cours de clôture du 31 décembre 2014 (22,42 €) :

Stock options Linedata au 31 décembre 2014							
Plan	Prix d'exercice	Dans la monnaie	Nombre d'options restantes à exercer	Date de fin de période d'exercice	Cash levé par Linedata	Nombre d'actions rachetées	Création nette d'actions
Cours au 31 décembre 2014		22,42					
Stock Options							
Plan 2005 (n°5)	18,48	oui	26 500	10/11/15	489 720	21 843	4 657
Plan 2005 (n°6)	19,70	oui	48 000	11/06/17	945 600	42 177	5 823
Stock Options			74 500		1 435 320	64 020	10 480

Les plans d'actions gratuites et d'actions de préférence suivants ont été attribués aux managers de Linedata⁵³ :

Actions gratuites Linedata au 31 décembre 2014						
Plan	Nombre d'actions gratuites restantes	Nombre d'actions de préférence à convertir en actions ordinaires	Nombre d'actions ordinaires après conversion	Date de fin de période de conservation	Nombre d'actions ordinaires attribuées	
Plan 2011 (n°2)	7 281			04/10/15	7 281	
Plan 2011 (n°2)	43 764			04/10/16	43 764	
Plan 2014 (n°3)	106 865			13/06/18	106 865	
Plan 2014 (n°4)		675	67 500	13/06/19	67 500	
Actions gratuites					225 410	

4.1.2. Référentiel comptable

Linedata Services établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose en application du règlement européen n°1606/2002 visant les sociétés cotées.

Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2014 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

⁵³ Source : situation au 22 mai 2015 et DDR 2014, note 20.3, p. 81.

4.1.3. R&D

Les frais de R&D ne sont pas entièrement capitalisés, les dépenses de recherche étant, conformément au référentiel IFRS, comptabilisées dans les charges de l'exercice au cours duquel elles sont engagées⁵⁴.

4.1.4. Tests d'impairment⁵⁵

Au 31 décembre 2014, des tests d'impairment ont été réalisés sur l'ensemble des Unités Génératrices de Trésorerie (UGT)⁵⁶ représentatives de l'intégralité des secteurs d'activités du Groupe.

Pour l'ensemble des UGT, les données issues des plans à moyen terme par activité ont été actualisées au taux de 11%. À l'issue des périodes de prévisions explicites, les valeurs terminales ont été estimées à partir d'un flux de trésorerie normatif assorti d'un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

4.1.5. Endettement net financier⁵⁷

Nous avons différencié le calcul de l'endettement net à déduire des valeurs d'entreprise obtenues, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou la méthode de valorisation analogique par les comparables boursiers, pour aboutir à la valeur des capitaux propres. Cette différence d'approche s'explique pour les raisons techniques suivantes :

- Les multiples d'excédent brut d'exploitation (valeur d'entreprise / EBITDA) des comparables que nous utilisons comme référence en valorisation analogique sont calculés à partir d'informations issues de nos bases de données, en cumulant, pour aboutir à la valeur d'entreprise, la valeur des fonds propres et l'endettement net, ce dernier étant représentatif de la dette comptable, à l'exclusion notamment des provisions « décaissables ».
- Par symétrie avec les comparables, nous prenons comme référence pour la valorisation analogique de Linedata l'endettement net consolidé constitué de l'endettement financier brut lié aux emprunts et dettes auprès des établissements de crédit et aux concours bancaires courants, majoré des dettes liées aux contrats de location financement, des intérêts courus, des autres

⁵⁴ Sur 15,6 M€ de dépenses de R&D engagées en 2014, une faible part (2,9 M€) a été capitalisée.

⁵⁵ Source : DDR 2014, note 13.3, p. 76.

⁵⁶ UGT Asset Management, UGT Lending & Leasing, UGT Epargne Entreprise et UGT Assurance / Epargne Retraite.

⁵⁷ Source : DDR 2014, note 23, p. 85.

passifs financiers et minoré de la trésorerie, soit une dette nette de **40,8 M€** en valorisation analogique :

Endettement financier net	
K€	31/12/2014
Emprunts bancaires	54 879
Dettes liées aux contrats de location financement	78
Concours bancaires courants	50
Intérêts courus	649
Autres passifs financiers	496
Trésorerie et équivalents	(15 392)
Dette nette comptable Valorisation analogique	40 760

- L'endettement net que nous retenons en valorisation intrinsèque est constitué de l'endettement net susmentionné (40,8 M€), majoré des provisions courantes et non courantes réputées décaissables nettes d'impôts différés, et minoré de la créance impôt recherche dont le Groupe dispose en Amérique du Nord, soit une dette nette de **41,6 M€** en valorisation intrinsèque⁵⁸ :

Endettement financier net	
K€	31/12/2014
Dette nette comptable Valorisation analogique	40 760
Créance Impôt Recherche Amérique du Nord	(349)
Provisions courantes nettes d'impôt différé	1 160
Provisions non courantes nettes d'impôt différés	33
Dette nette financière Valorisation intrinsèque	41 604

⁵⁸ Nous n'avons pas pris en considération dans l'endettement financier net la provision pour avantages au personnel, d'un montant de 7,5 M€ au 31 décembre 2014 (§ 3.3.2.4), dans la mesure où les flux qui s'y rattachent sont intégrés dans le plan d'affaires sous-tendant le calcul de la valeur d'entreprise, ni l'impact du Droit Individuel à la Formation (DIF) ; pour mémoire, le solde d'heures éligibles au DIF s'élevait à 32.576 heures au 31 décembre 2014.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions ci-après de ne pas prendre en compte, en tant que méthode d'évaluation, l'actif net comptable et l'actif net réévalué (§ 4.2.1), l'actualisation des dividendes (§ 4.2.2) et les comparables transactionnels (§ 4.2.3).

4.2.1. Actif net comptable et actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan ; il ne nous a été signalé aucun élément significatif d'exploitation ou hors exploitation non intégré dans les états financiers.

Pour mémoire, l'ANC au 31 décembre 2014 ressort à environ 13,80 € par action⁵⁹ ; il est sensiblement inférieur au cours de bourse à la même date qui s'établissait à 22,42 €, extériorisant un *Price-to-Book* de 1,6x, en ligne avec le *Price-to-Book* médian des sociétés comparables composant notre échantillon (§ 4.3.3.1) :

Société	P/B 2014
CAST	4,2x
CEGEDIM	2,3x
CEGID	1,8x
FIDESSA	5,8x
GFI INFORMATIQUE	1,6x
SQLI	1,1x
TESSI	1,6x
Médiane	1,8x

4.2.2. Actualisation des dividendes

En l'absence de régularité dans le taux de distribution de dividendes, cette méthode ne nous paraît pas pertinente pour valoriser les fonds propres de Linedata ; à titre informatif, les distributions de dividendes historiques depuis 2008 sont les suivantes :

Année	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CA	160,74	144,53	136,24	137,31	144,01	160,29	157,97
Résultat net	5,30	9,14	12,93	14,53	15,20	17,69	16,21
Dividendes versés	2,40	1,31	2,14	5,23	3,84	4,19	4,63
<i>Div/RN</i>	45,3%	14,3%	16,5%	36,0%	25,2%	23,7%	28,6%
Dividendes / action	0,30	0,12	0,20	0,50	0,50	0,55	0,65

* Source : TFT DDR Linedata

⁵⁹ Capitaux propres consolidés au 31 décembre 2014 : 101.574 K€ / 7.359.025 actions = 13,80 €.

4.2.3. Valorisation analogique par les comparables transactionnels

La méthode des comparables transactionnels externes ne nous est pas non plus apparue pertinente dans la mesure où peu de transactions sont intervenues récemment dans le secteur de l'édition de logiciels dédiés à la gestion d'actifs et aux crédits / financements et où l'information qui s'en dégage est parcellaire. À titre purement informatif, nous avons retraité la valeur des fonds propres de Linedata, obtenue par application des multiples moyens d'EBITDA sur notre sélection de transactions, d'une prime de contrôle de 27%⁶⁰ ; il en ressortirait les valeurs unitaires suivantes :

Multiples transactionnels Linedata	
	VE/EBITDA
	2014
Multiples moyens	10,5x
Agrégats Linedata	41
Valeur d'entreprise (M€)	432
Dette nette (M€)	(41)
Valeur des fonds propres (M€)	392
Nombre d'actions (M)	7,4
Valeur unitaire (€)	52,8

À titre également purement informatif, la valorisation du titre Linedata Services par référence à la moyenne des multiples d'EBITDA extériorisés lors des acquisitions de Fimasys en 2011 et de CapitalStream en 2013 ferait ressortir une valeur unitaire assez proche de celle mentionnée ci-dessus pour les multiples transactionnels. Nous écartons toutefois cette méthode, dans la mesure où ces acquisitions ont porté sur des sociétés qui à l'époque, d'après les informations recueillies auprès de la Direction, n'étaient pas parvenues au terme de leur développement et, dès lors, recélaient des perspectives de croissance plus importantes que celles du Groupe.

⁶⁰ Source :

- PWC (2011). « Primes de contrôle ». [En ligne], http://www.pwc.fr/assets/files/pdf/2011/07/pwc_etude_primes_de_control_150711.pdf.pdf [référence du 31 mai 2015].
- SFEV (2008). « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières ». [En ligne], http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf [référence du 31 mai 2015].
- GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4^{ème} trimestre.

4.3. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

4.3.1. Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

Les actions Linedata Services sont admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris (compartiment B)⁶¹.

4.3.1.1. Cours de bourse

En dépit de l'importance du flottant qui représente près de 47% du capital (§ 2.3.1), les volumes d'échange du titre Linedata Services sont relativement faibles ; à titre indicatif, environ 31,5% du flottant ont été échangés au cours des douze mois précédant l'annonce de l'Opération en date du 22 mai 2015 (moyenne du volume échangé rapportée au nombre de titres composant le flottant) :

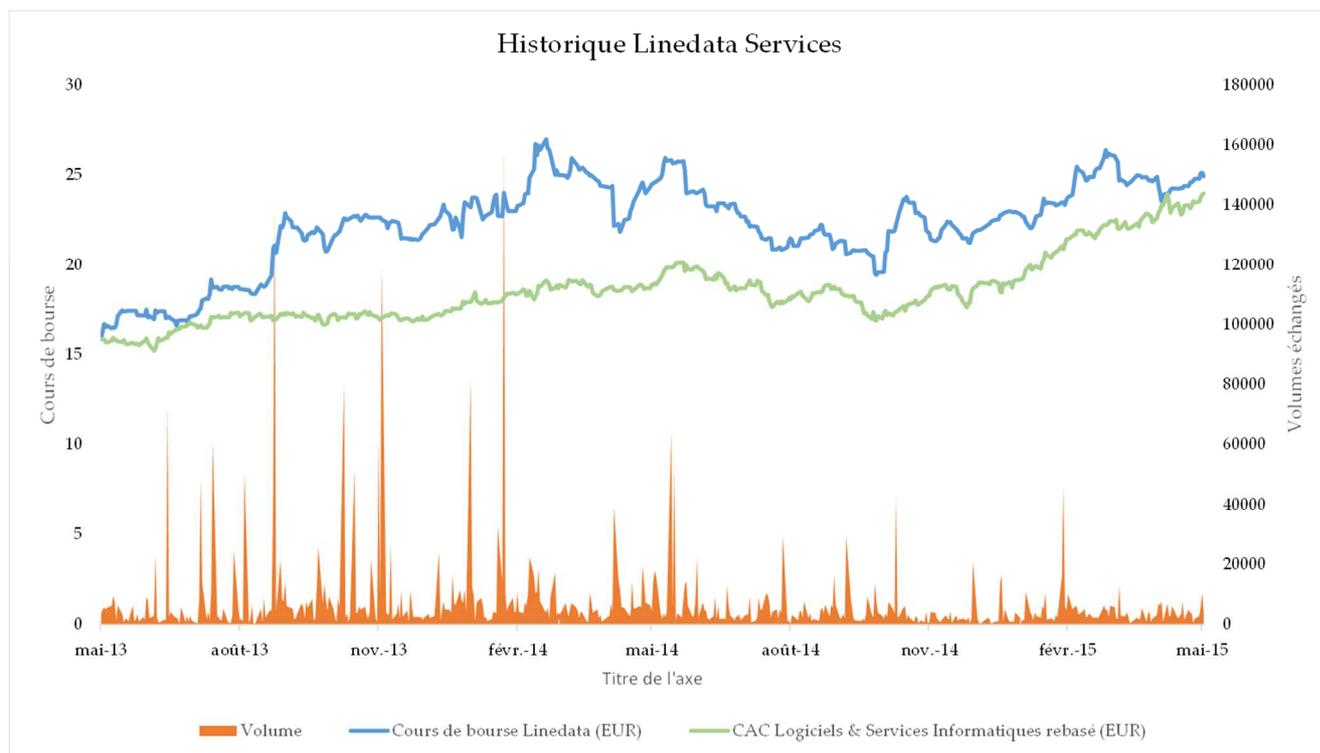
Rotation du flottant en volume	
1 mois	2,40%
3 mois	6,02%
6 mois	10,72%
12 mois	31,47%

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de l'action Linedata Services depuis mai 2013 en comparaison à l'indice CAC Logiciels & Services Informatiques⁶² ; il apparaît que l'action Linedata Services évolue depuis deux ans à des niveaux supérieurs à son indice de référence⁶³ :

⁶¹ Les titres de la Société ont été admis aux négociations sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris en mai 2000.

⁶² Linedata représente seulement 0,28% de l'indice.

⁶³ L'indice CAC Logiciels & Services est composé de 56 sociétés, dont Linedata, évoluant dans le secteur des logiciels et services.



L'évolution de la cotation du titre Linedata Services semble corrélée aux dates de publication des comptes (février pour les comptes annuels, septembre pour les comptes semestriels). La faible liquidité du titre est illustrée graphiquement⁶⁴, les échanges d'actions Linedata Services s'effectuant hors marché pour les gros volumes.

Il ressort de l'analyse boursière que l'action Linedata Services évolue dans une fourchette de cours moyens pondérés par les volumes de **23,24 €** à **24,85 €** au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, dans des volumes correspondant aux volumes quotidiens moyens constatés historiquement ; le cours spot au 21 mai 2015⁶⁵ était de **24,94 €** :

⁶⁴ Sur les deux années décomptées à partir du 22 mai 2015, 7.236 titres ont été quotidiennement échangés en moyenne.

⁶⁵ En l'absence de cotation du titre le 22 mai 2015.

Cours de bourse	Linedata Services
Date de référence	21-mai-15
Spot	24,94
Moyenne pondérée 1 mois	24,41
Moyenne pondérée 2 mois	24,61
Moyenne pondérée 3 mois	24,85
Moyenne pondérée 6 mois	23,77
Moyenne pondérée 12 mois	23,24
+ haut 12 mois	26,39
+ bas 12 mois	19,41

4.3.1.2. Objectifs de cours

Le titre Linedata Services est régulièrement suivi par les analystes dont nous avons relevé les dernières recommandations :

Broker	Analyste	Date	Recommandation	Cours clôture (€) au 27/05/2015	Prix cible - 12 mois (€)
Portzamparc	Nicolas Royot	29/04/2015	Ajouter	26,2	27,1
Gilbert Dupont	Geoffroy Perreira	05/05/2015	Acheter	26,2	29,5
Genesta Finance	Thomas Delhayé	29/04/2015	Acheter	26,2	27,5
Louis Capital Mrakets	Gilbert Ferrand	29/04/2015	Neutre	26,2	25,0
IDMidcaps	Team Coverage	23/02/2015	Acheter	26,2	29,0*
Moyenne**					27,3
Médiane**					27,3

* Il s'agit d'une *Fair value* et non d'un prix cible

** Moyenne et Médiane hors IDMidcaps

Les objectifs de cours à horizon un an, qui s'étalent de 25,0 € à 29,5 €, apparaissent sensiblement supérieurs au cours de bourse actuel. Toutefois, après examen des plans d'affaires retenus par les analystes en support à leurs travaux, il apparaît que leurs prévisions sont plus volontaristes que celles de la Direction reflétées dans le plan d'affaires, en particulier pour l'année 2015.

À cet égard, après examen des commentaires de la Société à l'occasion des publications de résultats financiers au cours des quatre dernières années, nous constatons que Linedata ne divulgue aucune information chiffrée prévisionnelle au marché.

Nous indiquons ici que depuis l'annonce de l'Opération :

- Portzamparc⁶⁶ a émis un objectif de cours de 28,8 €, assorti d'une recommandation à l'achat ;
- le cours de l'action Linedata Services s'est apprécié de 3,8%⁶⁷ dans un volume moyen de titres échangés quotidiennement de 5 504 titres.

4.3.2. Transactions récentes sur le capital

Des cessions de blocs de titres Linedata Services ont été conclues hors marché le 22 mai 2015 au profit d'Amaanat (§ 2.3). Ces cessions de blocs, effectuées au prix de l'action Linedata Services de 25 € (Dividende 2014 attaché), ont fait intervenir, entre autres cédants, les investisseurs institutionnels suivants :

- FIPS CDC PME Croissance pour 296.623 titres ;
- FCPI Science et Innovation 2 pour 59.736 titres.

Ces transferts de blocs, bien que représentant une part minoritaire du capital de la Société, constituent selon nous des transactions de référence, dans la mesure où les investisseurs institutionnels précités se sont purement et simplement désengagés, sans autre contrepartie que le prix de cession de 25 € (Dividende 2014 attaché), lequel est en ligne avec le Prix d'Offre.

4.3.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre une approche de valorisation comparative du titre Linedata Services en ayant recours aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) d'un panel de comparables boursiers, étant précisé que les multiples d'EBITDA sont les plus couramment utilisés dans la valorisation des sociétés du secteur ; en effet, nonobstant le nombre restreint de comparables boursiers, les multiples d'EBITDA du secteur sont corrélés linéairement aux taux de croissance annuels du chiffre d'affaires⁶⁸ cumulés, avec une bonne qualité statistique.

⁶⁶ En date du 26 mai 2015.

⁶⁷ En référence au cours de clôture du 2 juin 2015.

⁶⁸ *Compound Annual Growth Rate* (CAGR).

4.3.3.1. Etendue et composition de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées purement comparables à Linedata en termes d'activité, de taux de marge d'exploitation et de zone géographique d'activité.

En dépit des différences d'intégration, de diversification et de rentabilité par rapport à Linedata, nous avons néanmoins ciblé un panel de groupes européens, d'intervenants dans le secteur de l'édition de logiciels ou de SSII⁶⁹ dont une partie importante du chiffre d'affaires est réalisée dans l'édition de logiciels. Notre échantillon de sociétés comparables est détaillé en **annexe 7** et en **annexe 8** ; certains compétiteurs affichent en outre une capitalisation boursière sensiblement supérieure à celle de Linedata :

Sociétés comparables		
Société	Devise	Market cap
CAST SA	EUR	44
SQLISA-REG	EUR	79
LINEDATA SERVICES	EUR	193
TESSISA	EUR	257
GFI INFORMATIQUE	EUR	335
CEGID GROUP	EUR	363
CEGEDIM SA	EUR	453
FIDESSA GROUP PLC	GBP	880

4.3.3.2. Modalités de calcul des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Comme rappelé en préambule de ce chapitre, les multiples de valorisation couramment utilisés dans le secteur sont les multiples d'EBITDA.

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser Linedata sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte des marges et de la rentabilité d'exploitation prévisionnelles du Groupe ;
- de résultat d'exploitation (EBIT), car le secteur de l'édition de logiciels mobilise des frais de R&D dont l'activation peut varier d'une société à l'autre ;

⁶⁹ Société de Services en Ingénierie Informatique.

Ledouble

- de résultat net (PER), car ils conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et de taux d'imposition, entre Linedata et les sociétés formant le panel de comparables.

Nous avons utilisé les multiples VE / EBITDA 2015 et 2016 correspondant aux deux années les plus proches du consensus, associés à la dette nette à fin 2014 (§ 4.1.5).

Afin de déterminer les ratios VE / EBITDA de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés à :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon en moyenne 1 mois⁷⁰ ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA, sur l'ensemble du panel, issues de consensus d'analystes⁷¹.

4.3.3.3. Synthèse de la valorisation par les multiples boursiers

Nous présentons ci-après les multiples d'EBITDA obtenus à partir de notre panel de comparables⁷² :

Société	VE/EBITDA	
	2015	2016
CAST	8,7x	6,9x
CEGEDIM	6,1x	5,6x
CEGID	5,6x	5,4x
FIDESSA	12,3x	11,4x
GFI INFORMATIQUE	6,2x	5,9x
SQLI	6,6x	5,3x
TESSI	3,4x	3,3x
Médiane	6,2x	5,6x
Moyenne	7,0x	6,3x

L'approche analogique décrite ci-dessus conduit ainsi à une fourchette de valeurs par action de **25,6 €** à **28,7 €** en médiane⁷³ :

⁷⁰ Au 22 mai 2015.

⁷¹ Source : *Bloomberg*.

⁷² Nous avons tenu compte des multiples d'EBITDA fournis par les deux analystes en charge du suivi du titre Cegedim.

⁷³ Pour mémoire, la fourchette de valeurs par action serait de 29,2 € à 33,0 € en moyenne.

Synthèse de valorisation		
Société	VE/EBITDA	
	2015	2016
Multiples médians	6,2x	5,6x
Agrégats Linedata	40,8	41,3
Valeur d'entreprise (M€)	254	230
Dette nette (M€)	(41)	(41)
Valeur des fonds propres (M€)	213	189
Nombre d'actions (M)	7,4	7,4
Valeur unitaire (€)	28,7	25,6

4.3.4. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou Discounted Cash-Flows (DCF)

Parallèlement aux travaux que nous avons menés sur la valorisation analogique du titre Linedata Services, nous avons recherché la valeur intrinsèque de Linedata et du titre en actualisant, à compter du 1^{er} janvier 2015, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2015 – 2018 que nous a présenté la Direction.

4.3.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des *cash-flows* futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (en fonction du niveau des fonds propres et des financements externes). Les *cash-flows* futurs correspondent schématiquement à l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) fiscalisé diminué des investissements (Capex) et ajusté de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR).

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du *cash-flow* récurrent au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme (méthode dite de Gordon Shapiro). Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des *cash-flows* correspond au coût du capital (*Cost of Capital* ou « CoC ») combinant le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres est déduit l'endettement financier net.

4.3.4.2. Taux d'actualisation

Le coût des fonds propres a été estimé directement selon la méthode directe, au coût du capital :

Ledouble

Dans l'approche directe de calcul du taux d'actualisation, nous avons considéré que la valeur du Groupe n'était pas impactée par sa structure financière, l'économie d'impôts réalisée sur les charges d'intérêts étant compensée par les coûts, implicites ou explicites, attachés au recours à l'endettement.

Le taux d'actualisation est ainsi déterminé directement à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise, par définition non endetté.

Le taux d'actualisation a été estimé en recourant à un beta économique de l'activité « *Software, System & Applications* » de **1,06**⁷⁴.

Les autres éléments retenus pour la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de **1,07 %** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor (OAT 10 ans) à échéance 10 ans⁷⁵ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,93%**⁷⁶ ;
- une prime de risque de **1%**, en raison du différentiel de taille entre Linedata et certains compétiteurs (§ 4.3.3.1).

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé à 10,48% et arrondi à **10,5%** :

Taux d'actualisation	
Coût du Capital	
Taux sans risque	1,07%
Beta désendetté	1,06
Prime de risque	7,93%
Prime taille	1,00%
CoC	10,48%

4.3.4.3. Taux de croissance

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini de **1,5 %** à l'horizon du plan d'affaires, en lien avec (i) les prévisions d'inflation à long terme de la France et des Etats-Unis⁷⁷, pays d'implantation des principaux clients du

⁷⁴ Source : Damodaran, janvier 2015.

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html [En ligne], référence du 31 mai 2015.

⁷⁵ Source : www.banque-france.fr.

⁷⁶ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 9% à fin mai 2015.

⁷⁷ FMI (2015). Taux de croissance compatible avec les prévisions. *World Economic Outlook*, avril, p. 177. [En ligne], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf> [référence du 31 mai 2015].

Groupe et (ii) du taux de croissance retenu par le Groupe pour ses tests d'*impairment* (§ 4.1.4).

4.3.4.4. Plan d'affaires

Nous avons analysé de façon approfondie le plan d'affaires de la Direction en relation avec elle et avons discuté des hypothèses envisagées et finalement retenues pour les quatre années à venir jusqu'en 2018⁷⁸. Nous avons effectué des analyses de sensibilité de la valorisation du titre de la Société à ces hypothèses, que nous avons extrapolées en doublant le nombre d'années de la période de prévisions jusqu'en 2022⁷⁹.

(i) Plan d'affaires 2015-2018

Le plan d'affaires élaboré par la Direction s'étend sur la période comprise entre 2015 et 2018 ; la durée de la période explicite de prévisions est donc de quatre années. Ce plan d'affaires présente le chiffre d'affaires ventilé par secteur d'activité, et les charges d'exploitation au niveau agrégé, tous secteurs confondus.

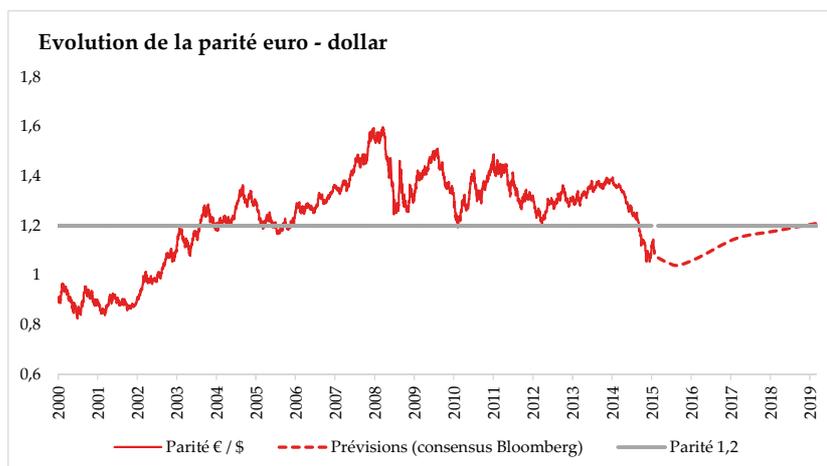
Le plan d'affaires, qui recouvre l'ensemble du périmètre de consolidation du Groupe, est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- une croissance limitée du chiffre d'affaires entre 2015 et 2018 justifiée par la forte pression sur les prix subie par le secteur de l'édition de logiciels ;
- un niveau d'EBITDA en phase avec la moyenne des taux de marges d'EBITDA observés au cours des dernières années (§ 3.3.1) et en progression en valeur à l'horizon 2018 ;
- un taux d'impôt de 36,8% en raison de la forte augmentation de l'activité aux Etats-Unis, où le niveau d'imposition est plus élevé ;
- une variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) quasi nulle, s'expliquant par la diminution relative du chiffre d'affaires réalisé en France ;
- un volant de Capex stable par rapport à l'activité et en ligne avec les investissements historiques ; les dotations aux amortissements excèdent temporairement les Capex eu égard au volume des acquisitions et des frais de R&D déjà engagés ;
- un taux de change euro / dollar de 1,2 en ligne avec le consensus de marché⁸⁰ :

⁷⁸ Pour mémoire, nous avons également comparé le plan d'affaires sous-tendant nos travaux avec, d'une part, les prévisions plus conservatrices utilisées par la Direction dans les tests d'*impairment* à fin 2014 (§ 4.1.4) et, d'autre part, le consensus des analystes (§ 4.3.1.2).

⁷⁹ L'année 2022 correspond à l'échéance des contrats de financement (§ 8).

⁸⁰ Source : *Bloomberg*.



Dans un contexte d'incertitude sur l'environnement économique conditionnant l'activité de Linedata, nous considérons que les hypothèses du plan d'affaires tel que présenté par la Direction, tablant sur un tassement de la profitabilité et une croissance du chiffre d'affaires cohérente avec l'évolution historique de l'activité depuis 2008 qui inclut le facteur de croissance externe (§ 3.3.1), reflètent une anticipation raisonnable des évolutions à l'horizon des quatre prochaines années.

(ii) *Extrapolation du plan d'affaires jusqu'en 2022*

Nous avons procédé à l'étirement du plan d'affaires de la Direction jusqu'en 2022 dans le but de faire tendre le taux de croissance ainsi que la marge d'EBITDA vers des niveaux que nous considérons comme normatifs.

La prolongation du plan d'affaires sur la période de transition 2019-2022 a été réalisée selon les hypothèses suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires annuelle de 2% et de 1,5%⁸¹ en année terminale ;
- une normalisation du taux de marge d'EBITDA à 24% en année normative ;
- le maintien d'un taux d'impôt sur les sociétés de 36,8% et d'une variation de BFR quasi-nulle, dans le prolongement des prévisions du management ;
- une décroissance des dotations aux amortissements et un niveau fixe d'investissements par rapport au chiffre d'affaires assurant une convergence de ces deux paramètres en année normative ;
- le maintien d'une parité euro – dollar de 1,2 en cohérence avec le consensus.

⁸¹Source : FMI. *Ibid.*

La valeur terminale résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un niveau de résultat d'exploitation (EBIT) fiscalisé considéré comme récurrent⁸², déterminé à partir du chiffre d'affaires 2022 inflaté du taux de croissance perpétuelle et du taux de rentabilité d'exploitation sur le chiffre d'affaires de l'année 2022 ;
- de l'actualisation de la valeur ainsi obtenue.

4.3.4.5. Ajustements opérés sur le plan d'affaires

Linedata dispose d'un stock de déficit fiscal reportable activé de 2,8 M€⁸³ à fin 2014. Nous avons imputé ces déficits fiscaux reportables sur les flux de trésorerie dégagés dans le plan d'affaires et actualisé l'économie fiscale correspondante que nous avons ajoutée à la valeur d'entreprise.

4.3.4.6. Synthèse de la valorisation en DCF

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Linedata Services au couple taux d'actualisation / taux de croissance perpétuelle conduit aux résultats suivants :

Table de sensibilité		CoC				
€		8,48%	9,48%	10,48%	11,48%	12,48%
Taux de croissance à l'infini	1,00%	33,5	29,0	25,4	22,5	20,1
	1,25%	34,3	29,6	25,9	22,8	20,4
	1,50%	35,2	30,2	26,3	23,2	20,6
	1,75%	36,1	30,9	26,8	23,6	20,9
	2,00%	37,1	31,6	27,3	24,0	21,2

Nous retenons à l'issue de ces analyses de sensibilité une fourchette réduite de valeurs unitaires du titre Linedata Services comprises entre **22,8 €** et **30,9 €**, avec une valeur centrale de **26,3 €**.

Nous présentons ci-dessous l'analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'action Linedata Services au taux de marge d'EBITDA normatif et au taux d'actualisation :

⁸² À l'issue de la période explicite, les dotations aux amortissements sont réputées égales aux investissements, et la variation de BFR est neutralisée.

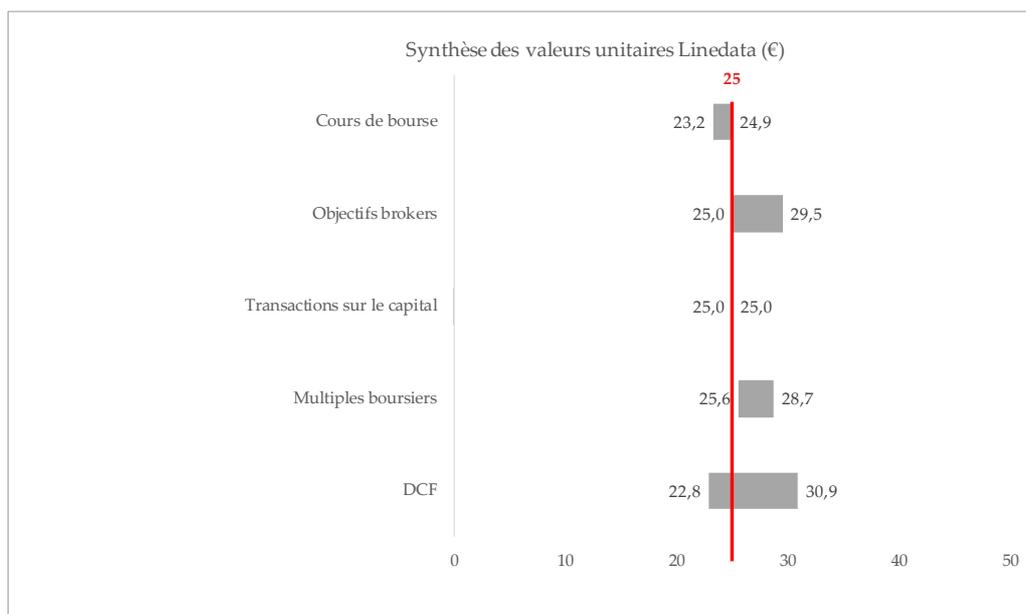
⁸³ Source : Société.

Table de sensibilité

€		CoC				
		8,48%	9,48%	10,48%	11,48%	12,48%
% EBITDA normatif	22,00%	32,8	28,2	24,7	21,8	19,5
	23,00%	34,0	29,2	25,5	22,5	20,1
	24,00%	35,2	30,2	26,3	23,2	20,6
	25,00%	36,4	31,2	27,1	23,9	21,2
	26,00%	37,6	32,2	27,9	24,6	21,8

5. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRES DU TITRE LINEDATA SERVICES

Le tableau ci-dessous résume les fourchettes de valeurs unitaires du titre Linedata Services ressortant de notre évaluation multicritères, ainsi que les valeurs centrales qui en résultent :



6. REVUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation du titre réalisés par Aforge Degroof Finance, l'Évaluateur.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont comparables à celles auxquelles l'Évaluateur a eu recours.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par l'Évaluateur les principaux points suivants.

6.1. Valorisation de l'action

6.1.1. Endettement net

L'évaluateur a retenu un endettement net uniforme de 40,4 M€⁸⁴ en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique.

Nous raisonnons sur un endettement net de 41,6 M€ en valorisation intrinsèque et de 40,8 M€ en valorisation analogique (§ 4.1.3)⁸⁵.

6.1.2. Valorisation intrinsèque

Les différences de mise en œuvre de l'approche DCF avec l'Évaluateur portent essentiellement sur l'estimation du taux d'actualisation, du taux de croissance perpétuelle et de la marge d'EBITDA normative ; nous précisons à ce titre que l'Évaluateur n'a pas procédé à l'extrapolation du plan d'affaires, tandis que nous avons étiré les prévisions de la Direction jusqu'en 2022.

Nous présentons ci-après les différences entre le coût du capital⁸⁶ que nous retenons et le coût moyen pondéré du capital⁸⁷ de l'Évaluateur :

⁸⁴ Dette financière nette au 31 décembre 2014 : 40,8 M€ + provisions pour litiges et autres provisions (hors avantages au personnel) nettes d'impôt différé : 1,1 M€ - créance d'impôt recherche en Amérique du Nord : (0,3 M€) - économie d'impôt attachée aux déficits fiscaux : 1,1 M€.

⁸⁵ En intégrant l'économie d'impôt attachée aux déficits fiscaux seulement dans la valeur d'entreprise obtenue en DCF, et en ne monétisant les provisions pour risques et charges ainsi que la créance d'impôt recherche en Amérique du Nord que dans cette approche de valorisation intrinsèque ; nous retenons en évaluation analogique la dette financière nette *stricto sensu*.

⁸⁶ CoC.

⁸⁷ CMPC ou WACC.

CoC Ledouble		WACC Evalueur	
Coût du Capital		WACC	
Taux sans risque	1,07%	Taux sans risque	2,00%
Beta désendetté	1,06	Beta réendetté	1,23
Prime de risque	7,93%	Prime de risque	5,10%
Prime taille	1,00%	Prime taille	3,74%
CoC	10,48%	Coût des capitaux propres	12,01%
		Coût de la dette avant impôt	4,50%
		Dette Nette / VE Cible	20,00%
		Taux d'impôt normalif	36,80%
		WACC	10,20%

L'évaluateur retient par ailleurs un taux de croissance perpétuelle de 1% et un taux de marge normative de 22,4% ; nous retenons pour notre part des hypothèses plus volontaristes, avec un taux de croissance perpétuelle de 1,5% et un taux de marge normative de 24%.

6.1.3. Valorisation analogique par les multiples boursiers

L'échantillon de sociétés cotées comparables de l'évaluateur est composé de Cegid et Cegedim ; les capitalisations boursières ont été relevées par l'Évaluateur au 29 mai 2015.

Nous avons élargi le panel en y ajoutant les sociétés Cast, Fidessa, GFI Informatique SQLI et Tessi ; les capitalisations boursières ont été calculées par référence à une moyenne 1 mois à compter de la date d'annonce de l'Opération au 22 mai 2015.

Au final, la moyenne des multiples d'EBITDA de l'Évaluateur est proche de la médiane de notre panel⁸⁸.

⁸⁸ 6,2x *versus* 6,5x en 2015 et 6,0 *versus* 5,9 en 2016.

6.2. Synthèse sur la valorisation du titre Linedata Services

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Évaluateur est présentée ci-après :

Synthèse		
Valeur centrale	Ledouble	Évaluateur
Cours de bourse		
Spot - 21 mai 2015	24,9 €	24,9 €
Moyenne pondérée 1 mois	24,4 €	24,4 €
Moyenne pondérée 3 mois	24,8 €	24,9 €
Moyenne pondérée 6 mois	23,8 €	23,8 €
Moyenne pondérée 12 mois	23,2 €	23,2 €
Objectifs de cours		
Cours cible (moyenne)	27,3 €	26,7 €
Approche DCF		
DCF	26,3 €	24,8 €
Multiples boursiers		
VE/EBITDA - 2015	28,7 €	28,8 €
VE/EBITDA - 2016	25,6 €	27,7 €
Transactions récentes sur le capital		
Cessions de blocs	25,0 €	25,0 €

7. APPRÉCIATION DU CONTENU DES ACCORDS

L'examen des clauses prévues dans l'Accord d'Investissement et des Accords conjoints (§ 2.3.3) n'appelle pas d'observation de notre part au regard de l'équité des conditions financières de l'Offre, dans la mesure où :

- les engagements d'apport de titres Linedata Services à Amanaat des Managers et de M. Anvaraly Jiva ainsi que le prix de souscription à l'Augmentation de capital d'Amanaat réservée à deux Managers reflètent le Prix d'Offre ;
- il n'existe pas de garantie de liquidité immédiate sur le titre Linedata Services ;
- sans préjuger des performances futures du Groupe, le prix d'exercice des Promesses a été déterminé sur des bases reflétant à ce jour, par transparence entre Amanaat et Linedata Services, le calcul du Prix d'Offre.

8. INCIDENCE DES FINANCEMENTS MIS EN PLACE DANS LE CADRE DE L'OPÉRATION SUR LA SITUATION FINANCIÈRE DE LA SOCIÉTÉ

8.1. Principales caractéristiques du dispositif de financement

A l'issue de l'acquisition hors marché de blocs d'actions Linedata Services et de l'annulation d'une partie des actions auto-détenues, le Concert devrait détenir 51,45% du capital et 53,47% des droits de vote de Linedata Services (§ 2.3).

C'est en partant de cette détention du Concert dans le capital de la Société que (i) Amanaat envisage de lancer l'OPAS sur 3.456.821 actions Linedata Services, correspondant au solde des actions non détenues par Amanaat au Prix d'Offre de 25 € Dividende 2014 attaché et (ii) la Société a l'intention de procéder à l'OPRA sur 1.600.000 de ses propres actions au même Prix d'Offre de 25 € Dividende 2014 attaché (§ 2.3).

Pour les besoins de l'exercice, nous avons retenu dans nos calculs le scénario (i) d'un taux d'apport maximal théorique à l'OPAS, à savoir 100% et (ii) de la distribution d'une partie importante du résultat net de Linedata Services qui est le scénario ayant le plus fort impact sur les *cash-flows* de la Société.

8.1.1. Modalités de financement au niveau d'Amanaat

Afin de financer l'acquisition des Cessions de blocs, l'OPAS et d'assurer le refinancement de sa dette existante, un nouveau contrat de crédits et un contrat de prise ferme relatif à un emprunt obligataire mezzanine, signés le 22 mai 2015, prévoient la mise à disposition de la société Amanaat :

- (i) du produit de souscription d'un emprunt obligataire mezzanine émis par la société Amanaat d'un montant maximum de 38,7 M€, remboursable *in fine* à son échéance de 7 ans ;
- (ii) d'un crédit d'acquisition d'un montant total maximum de 37,8 M€⁸⁹ divisé en deux tranches de maturité 6 ans et 6,5 ans, l'une amortissable et l'autre remboursable *in fine*, pour un montant maximum de respectivement 22,7 M€ (tranche A) et 15,1 M€ (tranche B)⁹⁰.

⁸⁹ S'ajoute à cette enveloppe de 37,8 M€ au titre des tranches A et B une possibilité de tirage de 5,6 M€ sur des tranches amortissables et *in fine* supplémentaires, portant le total maximum du crédit d'acquisition à 43,4 M€.

⁹⁰ Le montant des tranches A et B est déterminé essentiellement en fonction du taux d'apport à l'OPAS et les intérêts calculés au taux Euribor pour la période d'intérêt applicable + marge applicable ; celle-ci est fonction du niveau du ratio de levier ajusté (où Ratio de levier ajusté = Dette financière nette

- (iii) un crédit relais d'un montant total maximum de 40 M€ destiné à refinancer partiellement les actions visées par l'OPAS (« *bridge* OPRA⁹¹ »).

8.1.2. Modalités de financement au niveau de Linedata Services

Afin de financer l'OPRA et de refinancer la totalité de sa dette senior bancaire existante, Linedata Services a mis en place :

- (i) Un emprunt obligataire d'un montant maximum de 35 M€, amortissable en une seule échéance le 27 mai 2022.
- (ii) Auprès d'un syndicat bancaire, un contrat de crédits senior⁹² portant sur :
 - un crédit d'acquisition divisé en deux tranches A et B de maturité 6 ans et 6,5 ans, l'une amortissable et l'autre remboursable *in fine*, pour un montant maximum de 40 M€,
 - un crédit de refinancement divisé en deux tranches A et B de maturité 6 ans et 6,5 ans, l'une amortissable et l'autre remboursable *in fine*, pour un montant maximum de 22 M€,
 - et en sus un crédit revolving d'un montant maximum de 5 M€, destiné à financer partiellement les besoins en fonds de roulement de la Société.

Le montant du crédit d'acquisition de Linedata Services est conditionné par le taux d'apport à l'OPAS ; la totalité du financement sur le périmètre de l'OPRA (40 M€) est mobilisée à compter d'un taux d'apport à l'OPAS de 50% ; à compter de ce seuil, Linedata Services refinance en effet l'OPAS à hauteur d'un plafond correspondant au rachat de 1.600.000 de ses propres titres. Dès lors nos travaux se sont concentrés sur un taux d'apport théorique à 100%⁹³.

consolidée / EBITDA consolidé) ; la notion de consolidation s'entend ici au sens de l'ensemble formé par Amanaat et Linedata Services à proportion de la détention de la première dans le capital de la seconde.

⁹¹ Dans la mesure où Amanaat apporterait à l'OPRA un nombre d'actions égal au nombre d'actions qui lui auront été apportées dans le cadre de l'OPAS (dans la limite du nombre d'actions visées par l'OPRA, soit 1.600.000 actions Linedata Services), l'OPRA permettrait à Amanaat de refinancer auprès de Linedata Services tout ou partie de la dette bancaire liée à l'OPAS.

⁹² Les intérêts sur les tranches A et B sont déterminés au taux Euribor pour la période d'intérêt applicable + marge applicable ; celle-ci est fonction du niveau du ratio de levier (où Ratio de levier = Dette financière nette / EBITDA).

⁹³ Nous avons également testé la sensibilité des *covenants* associés à d'autres taux d'apport à l'OPAS.

8.2. Impacts sur les *covenants* de Linedata Services

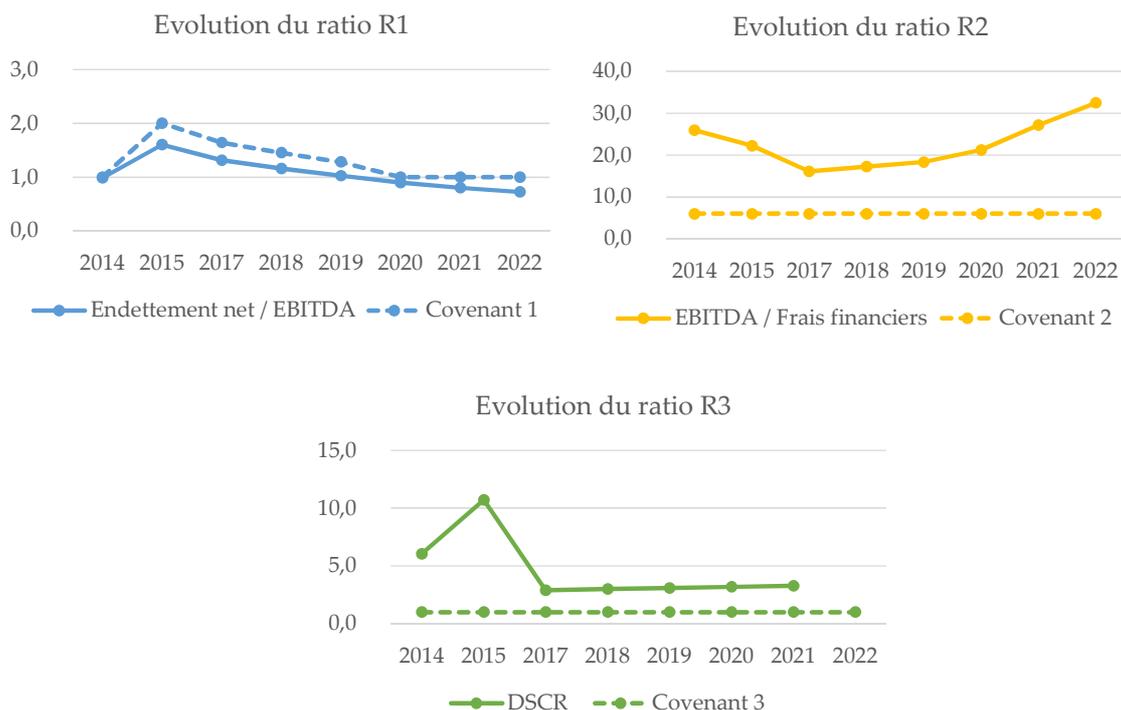
Au titre des financements résumés *supra*, la Société s'engage à respecter les trois ratios suivants :

- **R1** : Ratio de levier (Dette financière nette / EBITDA) déterminé à partir des agrégats du plan d'affaires majoré d'un *headroom* de 25% si le ratio est supérieur à 1,0x ; si le ratio de levier est inférieur à 1,0x, le *headroom* ne s'applique pas et le *covenant* est ramené à 1,0x ;
- **R2** : Ratio de couverture des frais financiers (EBITDA / Frais financiers nets) > 6,0x ;
- **R3** : DSCR (*Cash-flow* opérationnel / (Frais financiers nets + Remboursements en principal) > 1,0x.

La mise en place du contrat de crédits senior et de l'emprunt obligataire a pour effet, sur la base du plan d'affaires 2015-2018 que nous avons extrapolé jusqu'en 2022 (§ 4.3.4), de faire évoluer les *covenants* bancaires dans les proportions suivantes :

Ratios et Covenants	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Endettement net / EBITDA	0,98 x	1,60 x	1,47 x	1,31 x	1,16 x	1,03 x	0,90 x	0,80 x	0,72 x
<i>Headroom</i>	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Covenant 1	1,00 x	2,00 x	1,84 x	1,64 x	1,45 x	1,28 x	1,00 x	1,00 x	1,00 x
EBITDA / Frais financiers	25,97 x	22,27 x	15,14 x	16,13 x	17,24 x	18,37 x	21,23 x	27,15 x	32,49 x
Covenant 2	6,00 x								
DSCR	6,03 x	10,72 x	2,77 x	2,88 x	2,99 x	3,08 x	3,19 x	3,26 x	na
Covenant 3	1,00 x								

Nous constatons que, sur la durée du plan d'affaires étiré jusqu'en 2022, et en postulant un taux d'apport maximum à 100%, les *covenants* seraient respectés.



Pour rappel, suite à l'OPRA intervenue en 2012 (§ 3.3.2) et à l'acquisition de CapitalStream en 2013 (§ 3.1.5) :

- le ratio R1 (Dette financière nette / EBITDA) s'élevait respectivement à 1,31x et 1,75x, en ligne avec le ratio 2015 de 1,61x induit par l'Opération et le refinancement de la dette existante ;
- Linedata Services n'est plus en situation de trésorerie positive, mais a néanmoins stabilisé son ratio de levier.

8.3. Sensibilité des *covenants* de Linedata Services à des aléas d'exécution du plan d'affaires (2015-2018)

Nous avons effectué des simulations visant à apprécier l'impact de dérives des réalisations futures par rapport au plan d'affaires sur les ratios R1, R2 et R3 ; notre modélisation des paramètres de sensibilité repose sur une analyse des données historiques et prévisionnelles de Linedata et des sociétés incluses dans notre panel de comparables boursiers⁹⁴ (§ 4.3.3.1).

⁹⁴ Source : consensus *Bloomberg*.

Nous avons calculé les impacts potentiels que pourrait avoir sur ces ratios une dégradation conjointe du taux de croissance de chiffre d'affaires et du taux d'EBITDA sur la période de prévisions (2015 à 2018) du plan d'affaires présenté par la Direction.

✓ Sensibilité au ratio R1

		Sensibilité Covenant R1 2015				
		Croissance CA 2015				
Taux EBITDA 2015		-4,2%	-2,2%	-0,2%	1,8%	3,8%
	20,9%	2,07	2,02	1,98	1,94	1,91
	21,9%	1,97	1,93	1,89	1,86	1,82
	22,9%	1,89	1,85	1,81	1,78	1,74
	23,9%	1,81	1,77	1,73	1,70	1,67
	24,9%	1,73	1,70	1,67	1,63	1,60

		Sensibilité Covenant R1 2016				
		Croissance CA 2016				
Taux EBITDA 2016		-6,5%	-4,5%	-2,5%	-0,5%	1,5%
	20,8%	1,90	1,86	1,82	1,79	1,75
	21,8%	1,81	1,78	1,74	1,70	1,67
	22,8%	1,73	1,70	1,66	1,63	1,60
	23,8%	1,66	1,63	1,59	1,56	1,53
	24,8%	1,59	1,56	1,53	1,50	1,47

		Sensibilité Covenant R1 2017				
		Croissance CA 2017				
Taux EBITDA 2017		-6,0%	-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%
	20,9%	1,70	1,66	1,63	1,60	1,57
	21,9%	1,62	1,59	1,55	1,52	1,49
	22,9%	1,55	1,52	1,49	1,46	1,43
	23,9%	1,49	1,45	1,42	1,40	1,37
	24,9%	1,43	1,40	1,37	1,34	1,31

		Sensibilité Covenant R1 2018				
		Croissance CA 2018				
Taux EBITDA 2018		-5,9%	-3,9%	-1,9%	0,1%	2,1%
	21,0%	1,50	1,47	1,44	1,41	1,38
	22,0%	1,43	1,40	1,37	1,35	1,32
	23,0%	1,37	1,34	1,31	1,29	1,26
	24,0%	1,31	1,29	1,26	1,23	1,21
	25,0%	1,26	1,23	1,21	1,18	1,16

Il ressort graphiquement⁹⁵ des tables de sensibilités ci-dessus, par comparaison avec les *covenants* fixés⁹⁶, que les dérives par rapport au plan d'affaires⁹⁷, en termes tant de croissance de chiffre d'affaires que de taux d'EBITDA, devraient être très significatives pour aboutir au bris de ces *covenants* ; le respect du ratio R1 sur la période explicite du plan d'affaires paraît conforme à la situation actuelle du Groupe.

✓ Sensibilité au ratio R2 et au ratio R3

En raison de ratios EBITDA / Frais financiers et DSCR très élevés et largement supérieurs aux *covenants* (respectivement 6,0x et 1,0x), sur l'ensemble de la durée du plan d'affaires (§ 8.2), nos hypothèses de dégradation conjointe du taux de croissance de chiffre d'affaires et du taux d'EBITDA n'ont pas d'impact sur les engagements financiers à tenir au titre de ces deux ratios.

8.4. Analyse du désendettement de Linedata Services et d'Amanaat

Nous avons apprécié l'impact du dispositif de financement sur les flux de trésorerie de Linedata Services et d'Amanaat, et leur capacité à se désendetter par référence aux flux de trésorerie issus du plan d'affaires 2015-2018, que nous avons extrapolé jusqu'en 2022.

8.4.1. Linedata Services

L'année 2022 correspond à l'échéance finale de l'ensemble des crédits senior (acquisition et refinancement) et du crédit obligataire souscrits par la Société.

Nonobstant le respect des *covenants* (§ 8.2 et § 8.3), il ressort qu'à l'échéance du financement en 2022, la Société devra refinancer l'emprunt obligataire (35 M€). Les *cash-flows* de la Société devraient toutefois lui permettre de réduire progressivement son endettement financier net⁹⁸ qui, en vertu du plan d'affaires, représenterait moins de 1,0x son EBITDA à horizon 2020, lui laissant, à conditions de marché stables et au regard de l'historique de ses conditions de crédit, la perspective d'un refinancement avant l'échéance de 2022.

8.4.2. Amanaat

L'année 2022 correspond à l'échéance finale du crédit d'acquisition et du crédit obligataire mezzanine.

⁹⁵ Zones identifiées en surbrillance de couleur rouge.

⁹⁶ 2,00x en 2015 ; 1,84x en 2016 ; 1,64x en 2017 ; 1,45x en 2018 (§ 8.2)

⁹⁷ Zones identifiées en surbrillance de couleur grise.

⁹⁸ La Société renouerait ainsi avec son niveau d'endettement net avant Opération.

Nous constatons qu'à l'horizon 2022, Amanaat devra refinancer sa dette à hauteur approximativement de 13 à 15 M€.

8.5. Examen du niveau d'endettement des comparables

Nous avons recherché, à titre de comparaison, le ratio de levier (Dette financière nette / EBITDA) moyen des sociétés comparables (*covenant* R1), afin de le rapprocher avec celui de Linedata Services. La situation financière des sociétés de notre échantillon présente de fortes disparités, qui rendent le calcul d'une moyenne inopérante.

Les données nécessaires à une approche comparative sur les autres *covenants* (R2 et R3) ne sont pas disponibles.

8.6. Conclusion

Sur la base du plan d'affaires et en considérant sa réalisation ainsi qu'un scénario d'apport maximal des titres à l'OPAS, le dispositif de financement ne devrait pas engendrer de difficultés de trésorerie spécifiques jusqu'au refinancement de la dette à horizon 2022, ni remettre en cause les *covenants* tels que définis dans les contrats de financement, sauf dégradation très significative de la rentabilité du Groupe par rapport à la situation actuelle. Sous cette réserve la Société disposera au cours des prochaines années d'une capacité bénéficiaire suffisante au financement de sa croissance anticipée (investissements et besoin en fonds de roulement), à sa politique de distribution ainsi qu'au service de sa dette.

Dans le cas d'un apport maximal des titres à l'OPAS, Linedata Services devrait néanmoins anticiper le refinancement de sa dette à horizon 2022. Les *cash-flows* de la Société devraient lui permettre de réduire progressivement son endettement financier net qui, en vertu du plan d'affaires, représenterait moins de 1,0x son EBITDA à horizon 2020, lui laissant, à conditions de marché stables et au regard de l'historique de ses conditions de crédit, la perspective d'un refinancement avant l'échéance de 2022.

9. CONCLUSION

Au terme des travaux, nous apprécions le caractère équitable des conditions financières de l'OPAS et de l'OPRA au vu des circonstances de l'Opération :

- la mise en concert, les Cessions de blocs ainsi que l'annulation des actions auto-détenues par la Société rendent l'OPAS obligatoire pour l'Initiateur ;
- les Accords ne remettent pas en cause le Prix d'Offre ;
- le Prix d'Offre correspond au prix des récentes Cessions de blocs ;
- sans extérioriser de prime par rapport aux valeurs centrales de l'évaluation multicritères, le Prix d'Offre se situe dans le bas de la fourchette de cette valorisation, étant précisé que l'actionnaire visé par l'OPAS apporterait volontairement ses titres à l'Initiateur.

En définitive, dans les circonstances précises qui viennent d'être rappelées, nous sommes d'avis que le prix proposé de 25 € par action Linedata Services Dividende 2014 attaché est équitable tant dans le cadre de l'OPAS que dans celui de l'OPRA.

Paris, le 8 juin 2015

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Sébastien SANCHO

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert Annexe 1
- Principales étapes de l'Expertise Annexe 2
- Liste de personnes rencontrées et/ou contactées par l'expert Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Caractéristiques financières prévisionnelles des comparables Annexe 7
- Présentation de l'activité des comparables Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Etude de l'évolution historique du titre de la Société et des objectifs de cours
- Echanges avec la Direction, les Conseils et l'Evaluateur sur les bases de valorisation du titre et sur les modalités de l'Opération

2. Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants
- Constitution d'un panel de sociétés comparables
- Recherche de transactions comparables
- Analyse détaillée du plan d'affaires
- Evaluation multicritères

3. Rapport

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la mission

4. Rémunération

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble en date du 14 mai 2015 s'établit dans une fourchette de 70.000 € à 75.000 € hors taxes en fonction du temps passé

Annexe 2 : Principales étapes de l'Expertise

⇒ **Semaine du 22 au 28 décembre 2014**

- Présentation par l'Evaluateur des principes et de la structure de l'Opération envisagée
- Consultation de l'information publique disponible sur la Société et recherches documentaires sur le secteur
- Consultation de la note d'information relative à l'OPRA de 2012

⇒ **Semaine du 19 au 25 janvier 2015**

- Rencontre et contacts avec l'Evaluateur
- Consultation des bases de données sur le cours de bourse et les comparables
- Premières approches de valorisation

⇒ **Semaine du 11 au 17 mai 2015**

- Lettre de mission et désignation de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance
- Mise à jour des premières approches de valorisation

⇒ **Semaine du 18 au 24 mai 2015**

- Contacts avec la Direction et les Conseils
- Requête documentaire
- Exploitation des informations disponibles sur l'exercice clos le 31 décembre 2014
- Examen de la documentation sur la structure finale de l'Opération
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données et mise à jour des recherches documentaires
- Réunion avec la Direction, les Conseils et les Etablissements présentateurs

Ledouble

⇒ Semaine du 25 au 31 mai 2015

- Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société
- Mise à jour du panel de comparables boursiers
- Recherche de transactions comparables
- Requête documentaire complémentaire
- Exploitation des informations disponibles en retour des requêtes documentaires et finalisation de l'évaluation multicritères
- Rédaction de notes techniques internes
- Entretiens avec la Direction et les Conseils

⇒ Semaines du 1^{er} au 7 juin 2015

- Entretiens avec la Direction et les Conseils
- Etude des projets de notes d'information
- Exploitation de la documentation en retour de nos requêtes documentaires
- Requêtes documentaires complémentaires
- Envoi d'un projet de Rapport
- Finalisation du projet de Rapport et envoi d'une proposition de lettre d'affirmation
- Levée des points en suspens et délivrance de l'attestation d'équité en vue du Conseil de surveillance du 8 juin 2015 et du dépôt subséquent des notes d'information à l'AMF
- Présentation du Rapport au Conseil de surveillance du 8 juin 2015

Annexe 3 : Liste des principales personnes rencontrées et/ou contactées par l'expert

1) SOCIETE

Anvaraly Jiva	<i>Fondateur et Président du Directoire</i>
Jacques Bentz	<i>Président du Conseil de surveillance</i>
Denis Bley	<i>Directeur Administratif et Financier, membre du Directoire</i>
Marie-Odile Thibeaut	<i>Directeur Juridique</i>
Géraldine Dottin	<i>Responsable de la consolidation financière</i>

2) INITIATEUR

Anvaraly Jiva	<i>Président et actionnaire d'Amanaat</i>
Denis Bley	<i>Actionnaire d'Amanaat</i>

3) CONSEILS DE LA SOCIETE

Aforge Degroof Finance (conseil financier et Evalueur)

Arnaud Saint-Clair	<i>Executive Director - Offres Publiques</i>
Nicolas Aftimos	<i>Associate</i>

Weil, Gotshal & Manges LLP (conseil juridique)

Agathe Soilleux	<i>Partner, M&A</i>
Alexandre Duguay	<i>Partner, M&A</i>

4) ETABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS

Natixis (banque co-présentatrice)

Gilles Morel	<i>Vice President</i>
Sébastien Santoni	<i>Associate</i>

HSBC (banque co-présentatrice)

Antoine d'Oléon	<i>Associate</i>
-----------------	------------------

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

- Procès-verbal du Conseil de surveillance (13 mai 2015⁹⁹)
- Communiqué de presse (22 mai 2015¹⁰⁰)
- Procès-verbal du Directoire (22 mai 2015¹⁰¹)
- Structure juridique et financière de l'Opération (22 mai 2015)
- Accord d'Investissement
- Contrats de cession des actions Linedata Services à Amanaat
- Projet de traité d'apports
- Contrat de prise ferme relatif à l'émission de l'obligation mezzanine entre Amanaat et Euromezzanine Conseil
- Contrat de crédits entre Amanaat, Natixis et HSBC France
- Contrats de souscription entre Linedata Services, Artemid, Artemid Senior Loan et CM CIC Debt Fund 1
- Contrat de crédit relatif un emprunt obligataire entre Linedata Services, Natixis et HSBC France
- Convention de Nantissement de comptes Titres financiers entre Amanaat, Natixis et HSBC France
- Convention de subordination et sur le rang entre Amanaat, Natixis, HSBC France, et les titulaires des obligations mezzanine et le représentant mezzanine
- Convention intercréanciers entre les établissements de crédits, les titulaires des obligations, Natixis et Linedata Services

⁹⁹ Désignation de l'expert indépendant.

¹⁰⁰ Communiqué conjoint d'Amanaat et de Linedata. [En ligne], http://fr.linedata.com/wp-content/blogs.dir/2/files/2015/05/150522_CP_Linedata_Amanaat.pdf [référence du 22 mai 2015].

¹⁰¹ Annulation des actions auto-détenues

Ledouble

- Projets de notes d'information

Informations financières

- Documents préparatoires relatifs à l'Opération (décembre 2014 et avril 2015)
- Tableaux de financement de l'Opération
- Rapport de l'Évaluateur

Documentation juridique

- Extrait Kbis de Linedata Services (23 janvier 2015)
- Extrait Kbis d'Amanaat (12 mars 2015)
- Statuts de Linedata Services (13 juin 2014)
- Statuts d'Amanaat (26 juin 2013)
- Etat des nantissements de Linedata Services
- Rapports de gestion de Linedata Services (2008 à 2014)
- Procès-verbaux du Conseil de Surveillance de Linedata Services (2012 à 2015)
- Procès-verbaux des réunions du Directoire de Linedata Services (2012 à 2015)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales Mixtes de Linedata Services (2012 à 2015)
- Détail de l'actionnariat et des instruments dilutifs de Linedata Services au 15 mai 2015
- Suivi des capitaux propres et des immobilisations financières d'Amanaat depuis sa création (2010 à 2015)
- Critères de performances des plans d'Attributions Gratuites d'Actions ordinaires et d'Actions de Préférence
- Protocole d'acquisition de CapitalStream et *Purchase Price Allocation*
- Protocole d'acquisition de Fimasys et *Purchase Price Allocation*
- Note d'information relative à l'offre publique de rachat par Linedata Services de ses propres actions (mai 2012)

Ledouble

- Historique de la création d'Amanaat¹⁰² et des acquisitions subséquentes de titres Linedata Services détenus directement par ESDS¹⁰³ et M. Anvaraly Jiva en 2010, 2011 et 2013 (traités d'apports et rapports des commissaires aux apports)

Documentation comptable et financière

Informations historiques

- Documents de référence de Linedata (2008 à 2014¹⁰⁴)
- Présentation SFAF des résultats annuels de Linedata (2014)
- Rapport semestriel de Linedata (2014)
- Tests d'*impairment* de Linedata (31 décembre 2014)
- Comptes annuels d'Amanaat (2013 et 2014)

Informations prévisionnelles

- Plan d'affaires (2015-2018) et documentation associée
- Evolution de l'endettement net du 31 mars 2015 au 22 mai 2015
- Notes de brokers

Bases de données

- *Bloomberg*
- *Thomson One*
- *Xerfi*
- *Infinancials*

¹⁰² Amanaat a été créée en 2010 par M. Anvaraly Jiva afin de se substituer à lui pour l'acquisition des actions ESDS.

¹⁰³ ESDS était une société ad hoc détenant uniquement des titres Linedata Services ; elle a été acquise en 2010 par M. Anvaraly Jiva *via* la création d'Amanaat, puis a fusionné avec Amanaat en 2011.

¹⁰⁴ DDR 2014. [En ligne], http://fr.linedata.com/wp-content/blogs_dir/2/files/2015/03/Linedata_DRef_2014.pdf

Références bibliographiques¹⁰⁵

- Site d'information de Linedata Services. [En ligne], <http://fr.linedata.com/>
- Site d'information de la Banque de France. [En ligne], www.banque-france.fr.
- Site d'information du syndicat professionnel Syntec Numérique. [En ligne], <http://www.syntec-numerique.fr/presentation/secteur-et-marches>
- Damodaran Industrie « Software (System & Application) »: *Unlevered beta* (janvier 2015). [En ligne], http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- FMI (2015). Prévisions de taux de croissance. *World Economic Outlook*, avril, p. 177. [En ligne], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>.
- GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4ème trimestre
- PWC (2011). « Primes de contrôle ». [En ligne], http://www.pwc.fr/assets/files/pdf/2011/07/pwc_etude_primes_de_control_150711.pdf.pdf
- SFEV (2008). « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières ». [En ligne], http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf
- Xerfi (2014). *L'édition de logiciels*, août
- Revue de presse

¹⁰⁵ Liens Web au 31 mai 2015.

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2008 à 2015 figurent en **annexe 6**. Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, de la Société Française des Evalueurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes, EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Evaluation de l'association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé de cours à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris et à l'Université Paris IX – Dauphine

Sébastien SANCHO, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes, Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine, certifié « Islamic Qualification »
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Evaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Stéphanie GUILLAUMIN, Directeur de mission

- Toulouse Business School Grande Ecole (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (*Certified International Investment Analysts*) – SFAF
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Nicolas POUPET, Directeur de mission

- Master en sciences de gestion (finance) de l'Université Paris IX – Dauphine
- Master II Finance de l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris
- CFA (*Chartered Financial Analyst*)
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Antoine SAINRIMAT, Analyste

- Mastère Spécialisé Ingénierie Financière de l'EM Lyon
- Master II Banque / Finance de l'Université de Cergy-Pontoise

-=-

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble SAS

Agnès PINIOT n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'Expertise ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes, MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées, ainsi que des interventions d'assistance aux litiges à caractère privé

Annexe 6 : Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble

Année	Société	Etablissement présentateur
2015	<u>Euro Disney SCA</u>	BNP Paribas
2014	<u>Euro Disney SCA</u>	¹⁰⁶
2014	<u>Siic de Paris</u>	Natixis
2014	<u>Bull</u>	Rothschild
2013	<u>Global Graphics</u>	-
2013	<u>Sam</u>	Société Générale
2013	<u>Etam</u>	Natixis
2013	<u>Tesfran</u>	Oddo Corporate Finance
2013	<u>Monceau Fleurs</u>	Omega Capital Market
2013	<u>Sical</u>	Arkeon Finance
2013	<u>Auto Escape</u>	Portzamparc
2013	<u>Klémurs</u>	Morgan Stanley
2013	<u>Foncière Sépric</u>	Crédit Agricole CIB
2013	<u>Elixens</u>	Banque Palatine
2012	<u>Orchestra Kazibao</u>	Arkeon Finance
2012	<u>Leguide.com</u>	Natixis
2011	<u>Xiring</u>	Oddo Corporate Finance
2011	<u>Maurel et Prom Nigéria</u>	-
2011	<u>Eurosic</u>	BNP Paribas, CM-CIC Securities, CACIB, Natixis
2011	<u>Metrologic</u>	HSBC
2011	<u>Merci Plus</u>	Oddo Corporate Finance
2010	<u>Stallergenes</u>	Deutsche Bank
2010	<u>Initiative et Finance</u>	Rothschild
2010	<u>Sperian Protection</u>	BNP Paribas
2010	<u>Sodifrance</u>	Portzamparc
2010	<u>Radiall</u>	Oddo Corporate Finance
2009	<u>Foncière Développement Logement</u>	Société Générale et Calyon
2009	<u>L'Inventoriste</u>	Dexia Securities France
2009	<u>GiFi</u>	Société Générale
2009	<u>Homair Vacances</u>	Arkeon Finance
2008	<u>Keyrus</u>	Calyon
2008	<u>Réponse SA</u>	Rothschild Transaction R
2008	<u>SASA</u>	Oddo Corporate Finance
2008	<u>Sodexo</u>	Lazard
2008	<u>Alain Afflelou</u>	Lazard
2008	<u>Cedip</u>	Oddo Corporate Finance

¹⁰⁶ Augmentations de capital réservées (article 261-2 du Règlement Général de l'AMF).

Annexe 7 : Caractéristiques financières prévisionnelles des comparables

Comparables		% de croissance du CA			EBITDA (% CA)		
Société	Référence annexe 8	% de croissance du CA			EBITDA (% CA)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
CAST	8.1.	15,74%	11,39%	11,10%	11,29%	12,90%	14,83%
CEGEDIM	8.2.	3,50%	2,89%	3,04%	18,68%	19,06%	19,71%
CEGID	8.3.	3,15%	3,64%	5,96%	26,96%	26,98%	n/a
FIDESSA	8.4.	6,77%	6,47%	6,65%	22,21%	22,45%	22,00%
GFI INFORMATIQUE	8.5.	7,38%	2,63%	4,18%	7,59%	7,79%	7,44%
SQLI	8.6.	11,39%	4,44%	4,26%	5,52%	6,54%	6,53%
TESSI	8.7.	8,28%	2,37%	3,28%	16,67%	16,85%	17,44%
Moyenne		8,03%	4,83%	5,50%	15,56%	16,08%	14,66%
Médiane		7,38%	3,64%	4,26%	16,67%	16,85%	16,13%

Annexe 8 : Présentation de l'activité des comparables¹⁰⁷

8.1 CAST

Fondé par Vincent Delaroche, CAST est l'un des principaux acteurs du marché dynamique (mesure et analyse de logiciels). La société a investi près de 90 M€ en R&D afin de développer la *CAST Application Intelligence Platform*. Il s'agit d'un logiciel capable d'établir un diagnostic complet de la santé (qualité, complexité, taille) des systèmes d'information d'une entreprise, ainsi que de la productivité des équipes de développement.

La commercialisation des produits et services de CAST s'effectue en majeure partie *via* un réseau de filiales présentes en Europe, aux Etats-Unis, et en Inde. CAST s'appuie également sur un réseau de partenaires intégrateurs (Atos, Bull, IBM, Capgemini, Tata, Infosys).

Par ailleurs, la société propose des services de conseil et d'expertise, notamment afin d'accompagner ses clients dans la conception et la mise en place de systèmes d'information.

CAST a généré en 2014 un chiffre d'affaires de 33 M€. Son portefeuille clients est composé de 250 entreprises dont le BCG, Natixis, Wells Fargo, Axa, HealthCare Group, Huawei, Booz Allen, The US Military Health System, L'Oreal.

¹⁰⁷ Dans l'ordre de présentation de l'annexe 7.

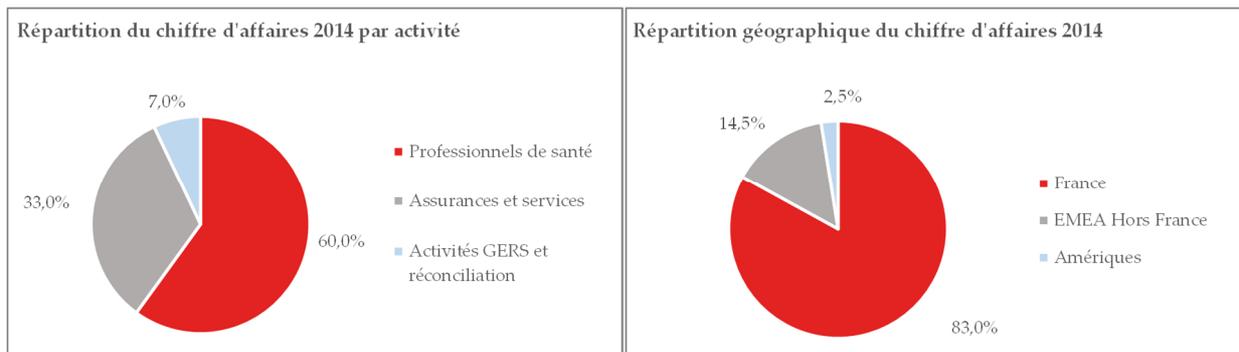
8.2 CEGEDIM

Créée en 1969 par Jean Claude Labrune, Cegedim est une entreprise spécialisée dans l'édition et la commercialisation de logiciels dédiés au secteur de la santé. La société propose également à ses clients une offre de services associés relativement variée. Le chiffre d'affaires 2014 de Cegedim s'est élevé à 494 M€ en 2014.

L'activité du groupe repose sur trois principaux pôles :

- 60% du chiffre d'affaires sont générés par la *business unit* « professionnels de la santé » (médecins, pharmaciens et paramédicaux) ;
- 33% par les « assurances & services » (assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance) ;
- 7% par « les activités GERS et réconciliation » (industries des sciences de la vie et services internes du groupe).

Cegedim propose notamment à sa clientèle des logiciels édités en interne, ainsi que des services d'intégration, d'infogérance, de collecte et de gestion de flux santé et de communication digitale. La société offre également des solutions destinées à la gestion de la paie et des ressources humaines, à la dématérialisation et à l'hébergement.



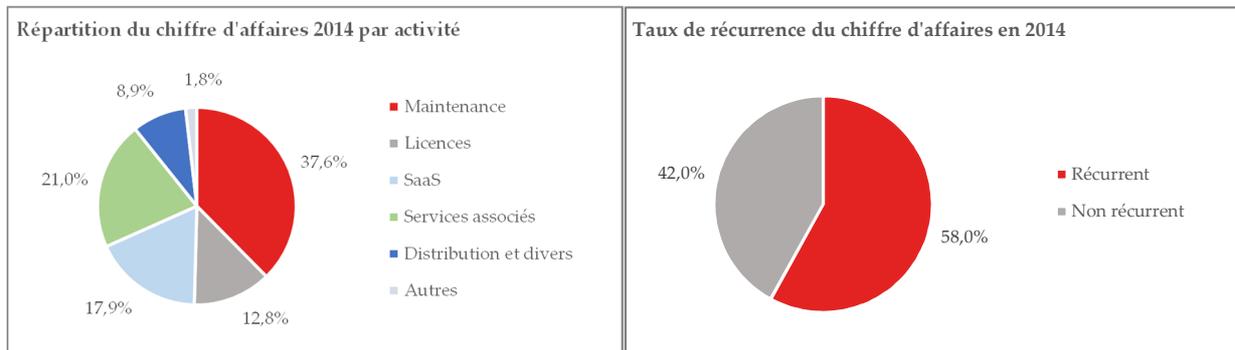
8.3 CEGID

Fondé en 1983 par Jean-Michel Aulas, le groupe Cegid concentre son activité sur l'édition de logiciels de gestion, ainsi que sur les services *Cloud*. Il commercialise ses solutions auprès d'une clientèle composée d'acteurs du secteur public, d'industriels, d'experts comptables, de *retailers*, d'hôtels, de restaurants, de sociétés prestataires de services ; il compte près de 112 000 clients.

L'entreprise emploie 2.000 personnes réparties entre la France et 10 filiales à l'étranger, et entretient également un réseau de 35 partenaires distributeurs internationaux.

Le groupe a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires de 267 M€.

L'offre de Cegid est proposée sous la marque *YourCegid*. Cette dernière comprend entre autres une offre Saas (*Yourcegid on demand*), des solutions de gestion (*Yourcegid* finance, fiscalité, RH et paie) et des solutions métier (*Yourcegid* Retail, Trade, Manufacturing). Par ailleurs, Cegid déploie à l'étranger ses solutions *retail* (dans 75 pays) ainsi que son offre *manufacturing* (dans 30 pays).

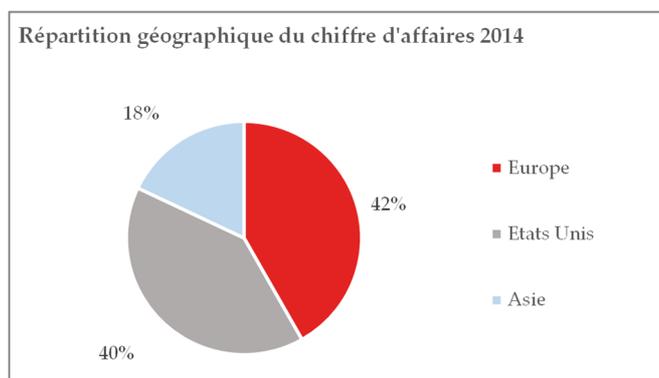


8.4 FIDESSA

Fondé en 1981 et coté sur le London Stock Exchange depuis 1997, le groupe Fidessa est spécialisé dans l'édition et la commercialisation de plateformes de trading auprès d'une clientèle essentiellement *buy* et *sell side* (520 clients). Son *business model* repose sur la souscription d'abonnements ou la location de ses solutions à ses clients. Ceux-ci ont alors accès aux logiciels édités par Fidessa *via* les réseaux informatiques et *data centers* de l'entreprise. Par ailleurs, Fidessa les accompagne dans l'utilisation de ses produits, notamment au travers de formations.

Le groupe emploie 1.100 personnes et a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires de 389 M€. Fidessa possède des bureaux à Tokyo, New York, Boston, Toronto, Hong Kong, Paris et San Francisco.

Les produits proposés par le groupe (*Fidessa* et *Fidessa Latent Zero*) sont adaptés à l'ensemble des classes d'actifs. Ils ont pour but d'assister les différents acteurs des marchés financiers dans l'analyse de portefeuille, la *compliance*, la prise de décisions, le *reporting*, le suivi de données de marché, le *trading* haute fréquence, le *trading* de produits dérivés, la gestion du *back* et du *middle office* et la gestion des risques.



8.5 GFI Informatique

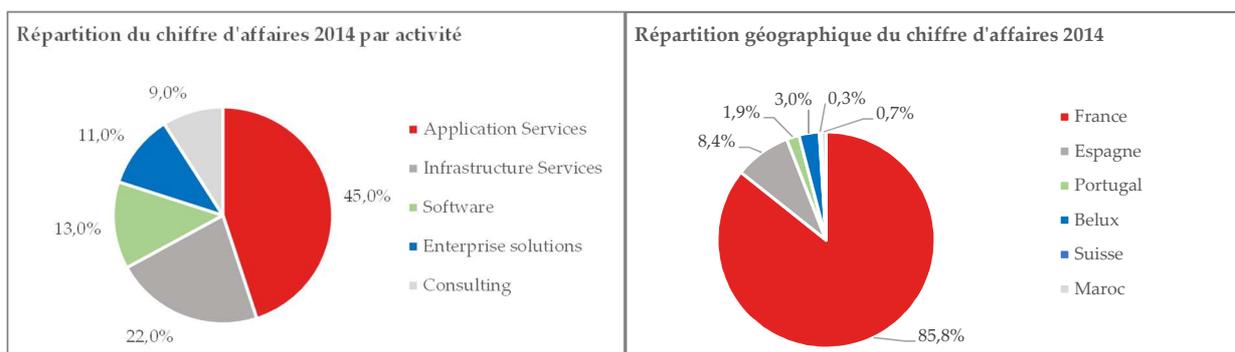
GFI Informatique est historiquement une SSII dont l'offre s'est étendue vers la conception et la commercialisation de logiciels. Le groupe est ainsi engagé dans les métiers classiques d'une SSII tels que l'intégration de solutions, le *consulting*, l'infogérance, le *cloud*, les *data centers*. Néanmoins, GFI possède également une activité conséquente d'édition de logiciels à destination du secteur privé (900 clients dont une centaine de clients Banque / Finance / Assurance) et du secteur public. GFI Informatique a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires de 804 M€.

GFI Informatique a réalisé l'acquisition de deux éditeurs de logiciels en 2012 : Géosphère (logiciel de SIG) et Adix (logiciel de gestion financière pour établissements publics).

L'activité d'édition de logiciels de GFI s'articule principalement autour des solutions suivantes : mobilité, dématérialisation, signature électronique, performance management, *business intelligence*, gestion de la relation usager, ERP sectorisé, SaaS, SIG.

Le groupe rassemble près de 11.000 employés situés en France, en Belgique, au Luxembourg, en Suisse, en Espagne, au Portugal, au Maroc et en Côte d'Ivoire.

Le portefeuille clients de GFI comprend notamment BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale, Caja de Madrid, des ministères, des établissements publics, des régions, Orange, Telefonica, SFR, Bouygues Télécom, SNCF, la RATP, Air France, GDF-Suez, Total, Areva.



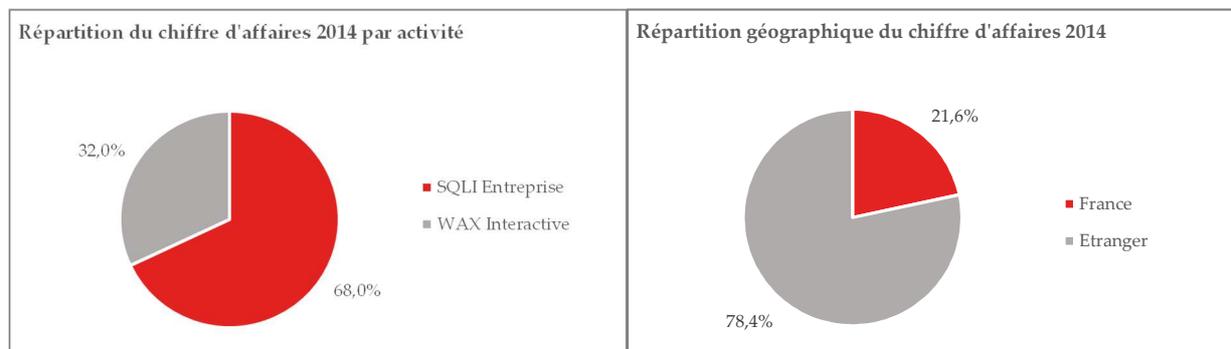
8.6 SQLI

Fondé en 1990, SQLI accompagne les entreprises dans leur transformation digitale. Le groupe SQLI a généré en 2014 162 M€ de chiffre d'affaires et emploie 2.000 personnes situées en France, en Suisse, au Luxembourg, aux Pays-Bas et au Maroc.

SQLI a ainsi développé deux offres distinctes :

- *Performance business via la marque WAX Interactive* - CRM, marketing social & digital, commerce connecté, *Data Management Platform*, commerce prédictif, ergonomie, mobilité et nouveaux usages ;
- *Performance entreprise via la marque SQLI Enterprise* - usines d'industrialisation digitale, conception de socles cross-canal évolutifs, conseil et solutions sur le *Big Data* et *analytics*, technologies mobiles et objets connectés, entreprise collaborative et solutions métier.

SQLI entretient des relations commerciales avec plus de 1.000 clients dont la Société Générale, BNP Paribas, La Banque Postale, Groupama, La Caisse des Dépôts, La SNCF, LVMH, Casino, Microsoft ainsi que des partenariats avec SAP, IBM, Adobe, Oracle.

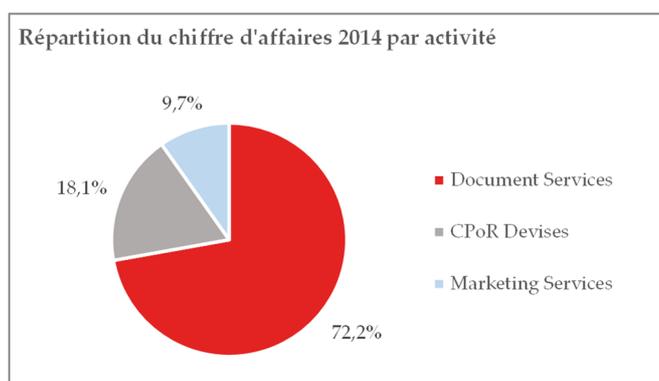


8.7 TESSI

Fondé en 1971, Tessi est positionné sur le marché du traitement de flux en France, à savoir la gestion de documents, de moyens de paiement, de transactions devises ou or, ainsi que le marketing promotionnel. Par ailleurs, au sein de la branche d'activité « Tessi documents services », Tessi propose une offre d'édition de logiciels destinée à la gestion des flux de documents et de moyens de paiement. L'entreprise dispose de 80 implantations en France et affiche un chiffre d'affaires en 2014 de près de 247 M€. Tessi emploie près de 3.500 personnes.

L'activité du groupe se divise 3 *business units* :

- *Tessi documents services* - édition de logiciels, services d'intégration de solutions, traitement des flux de documents et moyens de paiement *via* la dématérialisation, la gestion multi-canal et l'archivage électronique ;
- *CPoR Devises* - fournit la liquidité du marché de change manuel et de l'or en France ;
- *Tessi marketing services* - promotion / digital, marketing relationnel et logistique BtoC.



3. Avis motivé du Conseil de surveillance de Linedata Services

Les membres du Conseil de surveillance de Linedata Services se sont réunis le 8 juin 2015 sous la présidence de Monsieur Jacques BENTZ, Président du Conseil de surveillance.

Monsieur Jacques BENTZ, Président du Conseil de surveillance, Monsieur Vivien LEVY-GARBOUA, Vice-Président du Conseil de surveillance, Madame Lise FAUCONNIER, membre du Conseil de surveillance et Monsieur Francis RUBAUDO, membre du Conseil de surveillance participaient à la réunion.

Assistaient également à la réunion :

- Monsieur Sylvain ROSSIGNOL, délégué désigné par le Comité d'Entreprise de l'Unité Economique et Sociale,
- Monsieur Olivier CRETTE et Madame Stéphanie GUILLAUMIN, représentant le Cabinet Ledouble, et
- Monsieur Franck CEDDAHA, Monsieur Arnaud SAINT-CLAIR et Monsieur Nicolas AFTIMOS, représentant Aforge Degroof Finance.

Le Conseil de surveillance a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres du Conseil de surveillance présents :

« Le Conseil de surveillance a pris connaissance des documents suivants :

- *le projet de note d'information de Amanaat devant être déposé auprès de l'AMF contenant les motifs de l'OPAS, les intentions de Amanaat, la description des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'OPAS ou son issue, ainsi que les caractéristiques de l'OPAS et les éléments d'appréciation du prix de l'OPAS ;*
- *le projet de note d'information en réponse de la Société ;*
- *la synthèse des travaux d'analyse et de valorisation de Aforge Degroof Finance, évaluateur dans le cadre de l'OPAS ;*
- *le rapport définitif d'expertise indépendante établi le 8 juin 2015 par le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, conformément à l'article 261-1 I. 1°, 2° et 3° du Règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »).*

Le Conseil de surveillance constate que :

- *à la date du dépôt du projet d'OPAS, les membres du Concert (tel que ce terme est défini dans le projet de note d'information de Amanaat) détiennent 51,45 % du capital et 53,47 % des droits de vote de la Société ;*
- *Amanaat propose d'acquérir, au prix unitaire de 25 euros par action Linedata Services Dividende 2014 attaché (le « **Prix d'Offre** »), la totalité des actions de la Société non détenues par les membres du Concert, existantes ou susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des options de souscription, à l'exclusion des actions auto-détenues, la Société ayant décidé de ne pas les apporter à l'OPAS et à l'exclusion de 6.876 actions gratuites en période de conservation;*

Cette Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *l'OPAS est une offre obligatoire pour Aanaat dans le cadre d'une procédure simplifiée qui sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation ;*
- *aux termes de l'Accord d'Investissement, (i) les membres du Concert autres que la société Aanaat se sont engagés notamment à apporter à la société Aanaat, au plus tard le 30 juin 2015, un nombre total de 393.000 actions de la Société et (ii) les Managers et M. Anvaraly Jiva se sont engagés à ne pas apporter à l'OPAS les actions qu'ils détiennent directement dans le capital de Linedata Services au 22 mai 2015 et qui ne seront pas apportées à Aanaat. Les membres du Concert se sont en outre engagés à conclure un pacte d'actionnaires régissant leurs relations au sein d'Aanaat et de Linedata Services au plus tard à la date de réalisation des apports (au plus tard le 30 juin 2015), ce pacte contenant notamment des promesses d'acquisition et de cession concernant les actions Aanaat entre les managers et M. Anvaraly Jiva qui ne comprennent pas de prix minimum garanti par action et qui ne feraient pas ressortir, si elles étaient exercées aujourd'hui, un prix « par transparence » par action Linedata Services supérieur au Prix d'Offre.*

Le Conseil de surveillance prend acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par Aanaat dans son projet de note d'information. Le Conseil de surveillance prend notamment en considération les éléments suivants :

- *Les opérations ayant conduit les membres du Concert à détenir 51,45 % du capital et 53,47 % des droits de vote permettent à Aanaat et aux principaux managers de la Société d'acquérir un contrôle majoritaire stable et pérenne de la Société, confortant la mise en œuvre de la stratégie de développement de celle-ci avec une vision de long terme tout en permettant à Linedata Services de rester une société cotée ;*
- *Aanaat a l'intention dans les douze mois à venir, de soutenir la poursuite de l'activité de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement suivie ;*
- *Aanaat précise que l'OPAS ne s'inscrivant pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique et aucune fusion n'est envisagée à la suite de l'OPAS ;*
- *Aanaat précise que l'OPAS s'inscrit dans la poursuite de l'activité et du développement de la Société, et ne devrait en conséquence pas avoir d'impact en matière d'emploi ;*
- *Aanaat n'envisage pas de changement au sein des organes sociaux ;*
- *Aanaat a indiqué que la politique de distribution de dividendes de la Société continuerait à être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives de la Société, de sa situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales ;*
- *Aanaat a l'intention de maintenir la cotation des actions de la Société sur Euronext à l'issue de l'OPAS, de sorte qu'aucune demande de retrait obligatoire de la Société ou projet d'offre publique de retrait ne sera déposée auprès de l'AMF, ni aucune demande de radiation auprès de Euronext ;*
- *l'OPAS sera financée par un crédit moyen terme et un emprunt obligataire mezzanine dont les modalités sont décrites dans le projet de note d'information.*

Concernant le prix proposé dans le cadre de l'OPAS, le Conseil de surveillance constate que le

rapport de l'Expert Indépendant conclut que :

« Au terme des travaux, nous apprécions le caractère équitable des conditions financières de l'OPAS et de l'OPRA au vu des circonstances de l'Opération :

- la mise en concert, les Cessions de blocs ainsi que l'annulation des actions auto-détenues par la Société rendent l'OPAS obligatoire pour l'Initiateur ;*
- les Accords ne remettent pas en cause le Prix d'Offre ;*
- le Prix d'Offre correspond au prix des récentes Cessions de blocs ;*
- sans extérioriser de prime par rapport aux valeurs centrales de l'évaluation multicritères, le Prix d'Offre se situe dans le bas de la fourchette de cette valorisation, étant précisé que l'actionnaire visé par l'OPAS apporterait volontairement ses titres à l'Initiateur.*

En définitive, dans les circonstances précises qui viennent d'être rappelées, nous sommes d'avis que le prix proposé de 25 € par action Linedata Services Dividende 2014 attaché est équitable tant dans le cadre de l'OPAS que dans celui de l'OPRA. »

Le Conseil de surveillance relève en particulier que :

- le Prix d'Offre, est égal au prix par action des acquisitions conclues par Amanaat le 22 mai 2015, auprès d'investisseurs institutionnels (à savoir le FIPS CDC PME Croissance et le FCPI Science et Innovation 2) et, directement ou indirectement auprès de salariés, anciens salariés de Linedata Services ainsi que de membres de leurs familles, et portant sur un nombre total de 577.563 actions Linedata Services, représentant 7,36 % du capital de Linedata Services ;*
- S'agissant de ces cessions de blocs, le Conseil de surveillance note que l'Expert Indépendant souligne que « Ces transferts de blocs, bien que représentant une part minoritaire du capital de la Société, constituent selon nous des transactions de référence, dans la mesure où les investisseurs institutionnels précités se sont purement et simplement désengagés, sans autre contrepartie que le prix de cession de 25 € (Dividende 2014 attaché), lequel est en ligne avec le Prix d'Offre ».*
- Si le Prix d'Offre extériorise au 22 mai 2015 une prime de 2,3 % sur la moyenne des cours de clôture pondérée par les volumes des 20 derniers jours de négociation de Linedata Services, il se situe dans le bas de la fourchette des valorisations effectuées par Aforge Degroof Finance et par l'Expert Indépendant.*
- Les actionnaires de Linedata Services n'ont pas d'obligation d'apporter leurs actions à l'OPAS sachant que la Société restera cotée à l'issue de l'Offre, Amanaat ayant indiqué ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de celle-ci, ou une demande de radiation auprès de Euronext.*

Le Conseil de surveillance souligne en conséquence les éléments suivants :

- l'OPAS permet aux actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité immédiate et intégrale au même prix que celui de certains investisseurs institutionnels (le FIPS CDC PME Croissance et le FCPI Science et Innovation 2) qui ont cédé leur participation le 22 mai 2015, et à un prix jugé équitable dans le cadre de l'OPAS par l'Expert Indépendant sur la base des circonstances précises qu'il a indiquées dans la conclusion de son rapport et qui ont été rappelées ci-dessus. ;*
- la liquidité des actions de la Société sera impactée par l'OPAS pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital de Linedata Services pour accompagner le développement de*

Cette Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

la Société, étant précisé que l'apport par Amanaat à l'OPRA envisagée d'un nombre d'actions égal au nombre d'actions qui lui auront été cédées dans le cadre de l'OPAS (dans la limite des 1.600.000 actions visées par l'OPRA), permettrait auxdits actionnaires minoritaires de voir cette participation reluée par rapport à celle des membres du Concert.

En conclusion

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 les travaux de l'Expert Indépendant, le Conseil de surveillance, après en avoir délibéré, et à l'unanimité :

- estime que la constitution d'un actionnariat majoritaire et pérenne, ainsi que la forte implication dans le projet de l'équipe dirigeante actuelle, conforteraient la mise en œuvre de la stratégie de développement de la Société avec une vision de long terme tout en permettant à la Société de rester cotée,*
- estime que le projet d'OPAS est conforme à l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et*
- recommande l'apport de leurs actions Linedata Services à l'OPAS par ceux des actionnaires qui souhaiteraient bénéficier, à des conditions identiques à celles dont ont bénéficié d'autres actionnaires lors de transactions récentes, de la liquidité intégrale et immédiate induite par l'OPAS. Le prix de 25 euros par action Dividende 2014 attaché est considéré comme équitable dans le cadre de l'OPAS par l'Expert Indépendant sur la base des circonstances précises qu'il a indiquées dans la conclusion de son rapport et qui ont été rappelées ci-dessus. »*

Il est précisé que :

- la Société n'apportera pas à l'Offre ses 181.368 actions auto-détenues ; et
- les membres du conseil de surveillance, à savoir Monsieur Jacques BENTZ, Monsieur Vivien LEVY-GARBOUA, Madame Lise FAUCONNIER et Monsieur Francis RUBAUDO, ont chacun déclaré qu'ils avaient l'intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

4. Clauses d'accords conclus par les personnes concernées par l'Offre susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

A l'exception des accords décrits dans le Projet de Note d'Information et dans le présent projet de note en réponse et en particulier des accords décrits au paragraphe 1.1.7 du Projet de Note d'Information et 5.7 du présent projet de note en réponse, Linedata Services n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre.

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

5.1 Structure et répartition du capital de la Société

Structure du capital social de Linedata Services

Au jour de l'établissement du présent projet de note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 7.359.025 euros et est divisé en 7.359.025 actions ordinaires d'une valeur nominale de 1 euro chacune, d'une seule catégorie, toutes entièrement souscrites et libérées.

Le 13 juin 2014, le directoire de la Société a décidé de procéder à une attribution gratuite de 675 actions de préférence, qui pourront être converties, sous condition notamment de performance et de présence, en un nombre total maximum de 67.500 actions Linedata Services à l'issue de leur période de conservation, le 13 juin 2019. Ces actions de préférence font actuellement l'objet d'une période d'acquisition jusqu'au 13 juin 2017.

Répartition du capital social de Linedata Services

A la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis au 22 mai 2015 comme indiqué à la section 1.2 du présent projet de note en réponse. La Société n'a été destinataire d'aucune déclaration de franchissement de seuil modifiant cette répartition ou déclarant une participation de plus de 5% du capital ou des droits de vote dans Linedata Services.

Le nombre total d'actions propres détenues par la Société à la date du présent projet de note en réponse est de 181.368 actions, dont 6.749 affectées au contrat de liquidité (étant précisé que ce contrat est suspendu depuis le 22 mai 2015).

5.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

5.2.1 Droit de vote double

Les statuts de la Société prévoient qu'un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

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

5.2.2 Obligation de déclaration de franchissement de seuil

Les statuts de la Société prévoient que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir une fraction égale à 2,5 % du capital social ou des droits de vote ou tout multiple de ce pourcentage, est tenue d'en informer la Société, dans un délai de quinze jours à compter du franchissement du seuil de participation, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée à son siège social en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 2,5 % du capital social en font la demande consignée dans le

procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires.

5.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de Linedata Services en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce à l'exception de l'Accord d'Investissement qui a été transmis à l'AMF et qui a fait l'objet d'un avis en date du 2 juin 2015 (D&I 215C0739) et est décrit au paragraphe 1.1.7 du Projet de Note d'Information et au paragraphe 5.7 du présent projet de note en réponse.

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

A la connaissance de la Société, au 22 mai 2015, le capital social de Linedata Services était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 1.2.1 du présent projet de note en réponse.

Hormis les actionnaires mentionnés à la section 1.2.1 du présent projet de note en réponse, aucun actionnaire détenant plus du seuil de 2,5 % du capital ou des droits de vote de la Société ne s'est fait connaître auprès de la Société, et aucune modification n'a eu lieu, depuis le 22 mai 2015, dans le capital de la Société dont cette dernière aurait eu connaissance.

5.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Aucun titre n'a été émis comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Dans le cadre du plan d'épargne groupe, le personnel des sociétés françaises du Groupe Linedata Services détenait au 22 mai 2015 71.895 actions de la Société par l'intermédiaire du fonds commun de placement d'entreprise investi en titres de la Société FCPE LDS Actionnariat, et 109 actions complémentaires étaient détenues en direct par des salariés d'une filiale étrangère, soit une détention totale de 0,98 % du capital et 1,68 % des droits de vote au 22 mai 2015.

Le règlement du plan d'épargne groupe prévoit que les droits de vote attachés aux actions détenues par le FCPE LDS Actionnariat sont exercés par le Conseil de Surveillance du FCPE LDS Actionnariat. Ce Conseil de Surveillance est compétent pour décider d'apporter ou non à l'Offre les actions détenues par le FCPE LDS Actionnariat.

5.7 Accords entre actionnaires dont Linedata Services a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Aux termes de l'Accord d'Investissement, Monsieur Denis Bley, Monsieur Alain Mattei, Monsieur Thierry Soret, Madame Marie-Odile Thibeaut et Monsieur Michael de Verteuil, se sont engagés sans solidarité :

- a) à apporter, au plus tard le 30 juin 2015, à Amanaat une partie de leurs actions Linedata Services représentant au total 93.000 actions, sur la base d'une valeur de 25 euros par action

Linedata Services (Dividende 2014 attaché) (tant pour la valorisation des actions apportées que pour la valorisation d'Amanaat) ;

- b) pour deux d'entre eux, à faire des apports en numéraire à Amanaat à hauteur d'un montant total de 175.000 euros, le prix de souscription par action et la valorisation d'Amanaat étant déterminés sur la base d'une valeur de 25 euros par action Linedata Services (Dividende 2014 attaché) ;
- c) jusqu'à la date de réalisation des apports visés ci-dessus, (i) à ne pas transférer leurs actions Linedata Services (sauf au titre des cessions d'ores et déjà intervenues et des apports décrits ci-dessus) et (ii) à se concerter avec Monsieur Anvaraly Jiva préalablement à toute assemblée générale des actionnaires de la Société en vue d'adopter une politique commune vis-à-vis de la Société, et s'interdire de faire tout acte qui serait source d'obligations pour les autres membres du Concert ;
- d) à ne pas apporter les actions Linedata Services qu'ils conservent (c'est-à-dire celles qui ne sont pas apportées à Amanaat), à l'Offre ou à l'OPRA.

De même, aux termes de l'Accord d'Investissement, (a) Monsieur Anvaraly Jiva s'est engagé à apporter à Amanaat 100.000 actions en pleine propriété, (b) Monsieur Anvaraly Jiva et ses enfants se sont également engagés à apporter à Amanaat, par voie d'apport en nature, 200.000 actions Linedata Services, et (c) Monsieur Anvaraly Jiva a pris l'engagement de ne pas apporter les actions Linedata Services qu'il continuera à détenir directement (c'est-à-dire celles qui ne sont pas apportées à Amanaat) à l'Offre ou à l'OPRA qui serait mise en oeuvre.

L'Accord d'Investissement prévoit également la conclusion, au plus tard à la date de réalisation des apports (prévue au plus tard pour le 30 juin 2015), d'un pacte d'actionnaires régissant les relations entre les personnes physiques membres du Concert (le « **Pacte** »). Les principaux termes du Pacte sont décrits ci-après :

Concernant les actions Linedata Services :

- a) les Managers devront conserver les actions Linedata Services qu'ils détiennent au 22 mai 2015 et qui ne seront pas apportées à Amanaat pendant une durée de vingt-quatre (24) mois à compter de la date de réalisation des apports visés ci-dessus (au plus tard le 30 juin 2015), sous réserve de certaines exceptions prévues par le Pacte ;
- b) les Managers devront soumettre tout transfert d'actions Linedata Services au droit de préemption au profit d'Amanaat (notification à Amanaat du nombre de titres visés, droit pour Amanaat d'acquérir les titres à ce prix, et à défaut droit du Manager concerné de céder lesdits titres à un prix au moins égal à ce prix) ;
- c) les Managers devront se concerter avec Amanaat préalablement à toute assemblée générale des actionnaires de la Société et voter dans le même sens qu'Amanaat. Ils s'interdisent de faire tout acte qui serait source d'obligations pour les autres membres du Concert.

Concernant les actions Amanaat :

- d) les Managers conserveront leurs actions Amanaat pendant une durée de 10 ans à compter de la date de signature du Pacte sauf exceptions (exercice des promesses, droit de sortie conjointe ou obligation de sortie commune, accord de Monsieur Anvaraly Jiva) ; à l'issue de cette

période d'inaliénabilité, tout transfert d'actions Amanaat sera soumis au droit de préemption de Monsieur Anvaraly Jiva ;

- e) les Managers concluront avec Monsieur Anvaraly Jiva des promesses d'acquisition et de cession croisées par lesquelles ils auront l'option ou l'obligation, selon le cas, de céder leurs actions Amanaat à Monsieur Anvaraly Jiva à un prix fondé sur la situation nette d'Amanaat après réévaluation des titres Linedata Services (sur la base d'une moyenne de cours de bourse sur six mois précédant l'exercice de la promesse ou sur la base d'un multiple de l'EBITDA ressortant des derniers comptes consolidés existants à la date d'exercice de la promesse), éventuellement assorti d'une décote en fonction des situations. Ces promesses pourraient être exercées pour la première fois au premier semestre 2020²¹.
- f) les Managers bénéficieront d'une faculté de sortie conjointe en cas de cession de titres conduisant à la perte du contrôle d'Amanaat par Monsieur Anvaraly Jiva (autrement que dans le cadre de cessions aux membres de sa famille) et seront liés par une obligation de sortie commune, en cas de cession du contrôle d'Amanaat par Monsieur Anvaraly Jiva, dans les deux cas aux mêmes conditions de prix que Monsieur Anvaraly Jiva (les frais de cession étant supportés au prorata de la quote-part du prix de cession leur revenant).

Les principaux termes du Pacte concernant les actions Linedata Services sont entrés en vigueur le 22 mai 2015 (en vertu de l'Accord d'Investissement) et ceux concernant les actions Amanaat entreront en vigueur lors de la réalisation des apports (soit au plus tard le 30 juin 2015). Le Pacte prendra fin vingt ans après sa signature, étant précisé qu'il prendra fin par anticipation à l'égard d'un Manager qui cesserait de détenir des actions Amanaat.

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

5.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire

La Société est dirigée par un directoire placé sous le contrôle du Conseil de surveillance. Le nombre de membres du directoire est fixé par le Conseil de surveillance sans toutefois excéder sept.

Le directoire est nommé par le Conseil de surveillance pour une durée de deux ans à l'expiration de laquelle il est entièrement renouvelé.

Les membres du directoire peuvent être choisis en dehors des actionnaires. Ils sont obligatoirement des personnes physiques et sont toujours rééligibles. Un membre du directoire ne peut être nommé s'il a plus de 70 ans ; un membre en exercice est réputé démissionnaire d'office à la clôture de l'exercice social au cours duquel il a atteint cet âge. Il n'a pas d'obligation d'être actionnaire de la Société. Il peut être révoqué par l'assemblée générale sur proposition du Conseil ou par le Conseil lui-même.

5.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les droits des actionnaires peuvent être modifiés par une modification des statuts de la Société, opération que seule l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est habilitée à effectuer. L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires ne peut toutefois, si ce n'est à l'unanimité des

²¹ Ces promesses ne comprennent aucun prix minimum garanti. Si elles étaient exercées aujourd'hui, ces promesses ne feraient pas ressortir un prix « par transparence » par action Linedata Services supérieur au prix de l'Offre.

actionnaires, augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

5.9 Pouvoirs du directoire, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le directoire est investi à l'égard des tiers des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi au Conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordées par la loi et les statuts, le directoire disposait, au 31 décembre 2014, d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est le suivant :

	Date d'AG	Echéance	Montant autorisé	Augmentations réalisées les années précédentes	Augmentations réalisées en 2014	Montant résiduel
1 Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec maintien du DPS	19/06/2013	19/08/2015	Nominal : 2 M€; valeurs mobilières représentatives de créances : 50 M€	Néant	Néant	2 M€
2 Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital, par offre au public, avec suppression du DPS	19/06/2013	19/08/2015	Nominal : 2 M€; valeurs mobilières représentatives de créances : 50 M€ ⁽¹⁾	Néant	Néant	2 M€
3 Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital, par placement privé, avec suppression du DPS	19/06/2013	19/08/2015	Nominal : 2 M€; valeurs mobilières représentatives de créances : 50 M€ ⁽¹⁾	Néant	Néant	2 M€
4 Emission d'actions en fixant librement le prix d'émission	19/06/2013	19/08/2015	10 % du capital ⁽¹⁾	Néant	Néant	0,8 M€
5 Emission d'actions rémunérant des apports en nature d'actions ou de valeurs mobilières	19/06/2013	19/08/2015	10 % du capital ⁽¹⁾	Néant	Néant	0,8 M
6 Augmentation de capital par incorporation de réserves	19/06/2013	19/08/2015	Nominal : 2 M€ ⁽¹⁾	Néant	Néant	2 M€
7 Emission de BSA en période d'offre publique	12/05/2014	12/11/2015	Nominal : 7,8 M€ (montant du capital)	Néant	Néant	7,8 M€
8 Options de souscription d'actions pour le personnel	30/06/2005	30/08/2008 ⁽²⁾	5 % du capital soit 586.000 actions	3.000 €	19.000 €	0,075 M€ ⁽³⁾
9 Emission d'actions de préférence pour attribution gratuite d'actions au personnel	12/05/2014	12/11/2015	2.000 €	Néant	675 € ⁽⁴⁾	1.325 € ⁽⁴⁾
10 Augmentation de capital réservée aux adhérents d'un PEE	12/05/2014	12/07/2016	234.900 €	Néant	Néant	0,2 M€

(1) Montants imputés sur le plafond global indiqué dans la ligne 1.

(2) Les augmentations de capital résultant de l'exercice des options attribuées peuvent intervenir jusqu'au 11 juin 2017.

(3) Avant augmentation de capital de 2.000 € constatée en mai 2015.

(4) Le 13 juin 2014, le Directoire a attribué gratuitement 675 actions de préférence en application de cette délégation. Ces actions de préférence seront émises à l'issue de la période d'acquisition dont elles font l'objet, soit le 13 juin 2017 pour les attributaires résidents français et le 13 juin 2019 pour les attributaires non résidents français.

Par ailleurs, l'Assemblée générale des actionnaires de Linedata Services a autorisé le directoire à procéder au rachat d'actions de la Société à hauteur de 10 % du capital, pour un prix maximum par action de 35 euros et dans la limite d'un montant maximal de 10 millions d'euros.

Il est précisé que l'Assemblée générale des actionnaires de la Société appelée à se réunir le 29 juin 2015 est invitée à délibérer notamment sur les délégations suivantes :

	Echéance	Montant autorisé
1 Emission de valeurs mobilières. donnant accès au capital, avec maintien du DPS	29/08/2017	Nominal : 2 M€; valeurs mobilières représentatives de créances : 70 M€ ⁽¹⁾
2 Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du DPS	29/08/2017	Nominal : 2 M€; valeurs mobilières représentatives de créances : 70 M€ ⁽¹⁾
3 Emission de valeurs mobilières par placement privé, avec suppression du DPS	29/08/2017	Nominal : 2 M€; valeurs mobilières représentatives de créances : 70 M€ ⁽¹⁾ ; 20% du capital social par an
4 Emission d'actions rémunérant apports en nature d'actions ou valeurs mobilières	29/08/2017	10% du capital social ⁽¹⁾
5 Emission de valeurs mobilières en fixant librement le prix d'émission	29/08/2017	10 % du capital social ⁽¹⁾
6 Augmentation de capital par incorporation de réserves	29/08/2017	Montant nominal : 2 M€ ⁽¹⁾
7 Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	29/08/2017	15 % de l'émission initiale ⁽¹⁾
8 Emission de BSA en période d'offre publique	29/12/2016	Montant nominal : 7.359.025 € Attribution gratuite d'un BSA pour une action existante
9 Options d'achat d'actions	29/08/2018	235.500 euros (sous réserve du plafond de 4 % du capital social commun avec la ligne 10 et l'autorisation d'attribuer gratuitement des actions de préférence visées à la ligne 9 du précédent tableau et des actions ordinaires)
10 Augmentation de capital réservée aux adhérents d'un PEE	29/08/2017	235.470 € (sous réserve du plafond de 4 % du capital social commun avec la ligne 9 ci-dessus et la résolution permettant l'attribution gratuite d'actions visées à la ligne 9 du précédent tableau)
11 Rachat d'actions de la Société	29/12/2016	10 % du capital social, pour un prix maximum de 35 €par action et pour un montant total maximal de 10 M€

(1) Montants imputés sur le plafond global indiqué dans la ligne 1, qui constitue le plafond global

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

Les contrats ci-après, conclus le 22 mai 2015 par la Société dans le cadre du financement de l'acquisition des blocs et de l'OPRA, sont assortis d'une clause de changement de contrôle dont le non-respect peut rendre exigibles par anticipation les montants prêtés :

- contrat de crédits d'acquisition et de refinancement d'un montant maximum de 67.000.000 euros conclu par la Société en qualité d'emprunteur avec un syndicat bancaire et Natixis en qualité d'agent ;
- contrat de souscription relatif à un emprunt obligataire d'un montant maximum de 35.000.000 euros conclu par la Société en qualité d'émetteur.

Les clauses de changement de contrôle prévues par ces contrats ne sont pas déclenchées par l'Offre.

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

En dehors des indemnités de licenciement ou de fin de carrière prévues pour tous les salariés de la Société, en cas de départ de la Société, dans la convention collective et les accords d'entreprise applicables à la Société, la Société n'a pas conclu d'accords prévoyant des indemnités spécifiques pour les membres du directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

6. Intentions des membres des organes sociaux d'apporter ou non leurs actions Linedata Services à l'Offre

Les personnes physiques membres du Concert, dont certaines sont des membres du directoire de Linedata Services, se sont engagées à ne pas apporter à l'Offre les actions qu'elles détiennent au 22 mai 2015 dans le capital social de Linedata Services (qui ne seront pas apportées à Amanaat par apport en nature).

Les membres du Conseil de surveillance de Linedata Services ont également chacun indiqué qu'ils avaient l'intention de ne pas apporter leurs actions Linedata Services à l'Offre.

7. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Linedata Services (www.linedata.com) et pourront être obtenues sans frais auprès de Linedata Services : 19, rue d'Orléans - 92200 Neuilly-sur-Seine.

8. Personne assumant la responsabilité de la note en réponse

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

Monsieur Anvaraly Jiva
Président du Directoire