

NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée du 26 octobre 2021, apposé le visa n° 21 - 458 sur la présente note d'information en réponse (la « Note en Réponse »).

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

AVIS IMPORTANT

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

La Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Ivalis (<https://www.ivalis.fr/>) et peut également être obtenu sans frais auprès de :

IVALIS
60 avenue du Centre
78180 Montigny-Le-Bretonneux

Table des matières

1	PRÉSENTATION DE L’OFFRE	4
1.1	Contexte de l’Offre	5
1.2	Motifs de l’Offre	6
1.3	Rappel des termes de l’Offre	6
1.3.1	<i>Termes de l’Offre</i>	6
1.3.2	<i>Modalités de l’Offre</i>	6
1.3.3	<i>Procédure d’apport à l’Offre</i>	7
2	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ	8
3	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	11
4	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	11
5	INFORMATION DES SALARIÉS D’IVALIS	11
6	RAPPORT DE L’EXPERT INDÉPENDANT	11
7	ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L’OFFRE	11
8	ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L’OFFRE	12
8.1	Structure et répartition du capital	12
8.2	Restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote et aux transferts d’actions	12
8.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du Code de commerce	13
8.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissement de seuil ou d’une déclaration d’opération sur titres	13
8.5	Droits de contrôle spéciaux	13
8.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel ..	13
8.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d’actions et à l’exercice des droits de vote	13
8.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement du conseil de surveillance ainsi qu’à la modification des statuts de la société	13
8.8.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance</i>	13
8.8.2	<i>Règles applicables à la modification des statuts</i>	14
8.9	Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d’émission ou de rachat de titres	14
8.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	14
8.11	Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d’offre publique	15
9	INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES SUR LE CONTENU DE L’OFFRE	15

10	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA PRESENTE NOTE EN RÉPONSE.....	15
-----------	--	-----------

1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société RGIS Spécialistes en Inventaire SARL, société à responsabilité limitée au capital de 3 500 000 euros, dont le siège social est situé Le Polaris, 76 avenue Pierre Brossolette, 92240 Malakoff, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 450 593 975 (« **RGIS** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Ivalis, société anonyme au capital de 262.076,60 euros, dont le siège social est situé 60 avenue du Centre, 78180 Montigny-Le-Bretonneux, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 381 503 531 et dont les actions sont admises sur le marché Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth Paris** ») sous le code ALIVA FR0010082305 (« **Ivalis** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Ivalis au prix unitaire de 24,50 euros (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), dont les conditions sont décrites ci-après ainsi que dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 7 septembre 2021.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, par voie de cessions hors marché, le 30 avril 2021, d'un total de 1 246 648 actions représentant 95,13% du capital social et 90,74% des droits de vote de la Société. En conséquence des cessions susvisées, de la conversion constatée le 4 juin 2021 de 108 actions de préférence en 5 actions ordinaires de la Société et de la réduction de capital subséquente de la Société, et de prêts de consommation d'une action accordés par RGIS à chacun des trois nouveaux membres du Conseil de Surveillance, l'Initiateur détient, à la date de la présente Note en Réponse, 1 246 645 actions ordinaires et 1 246 645 droits de vote de la Société, représentant 95,14% du capital social et 90,74% des droits de vote de la Société¹.

Conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse, soit, à la connaissance de l'Initiateur, 63 735 actions, représentant 4,86% du capital social et 9,26% des droits de vote de la Société

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de onze (11) jours de négociation. Elle sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Ivalis non apportées à l'Offre (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Ivalis non apportées à l'Offre seront automatiquement transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 24,50 euros par action, nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** ») pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le

¹ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 1 310 383 et d'un nombre total de droits de vote de 1 373 924, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

7 septembre 2021. Il est précisé que l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information de l'Initiateur qui a été mise en ligne sur les sites internet de la Société (<https://www.ivalis.fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et qui peut être obtenu sans frais auprès de l'Initiateur (RGIS Spécialistes en Inventaire SARL, Le Polaris, 76 avenue Pierre Brossolette, 92240 Malakoff, France) et de l'Établissement Présentateur (Invest Securities, 73 boulevard Haussmann, 75008 Paris).

1.1 Contexte de l'Offre

À l'issue d'un processus concurrentiel de cession du groupe Ivalis, RGIS a fait part de son intérêt pour un rapprochement en vue de l'acquisition d'un total de 1 246 648 actions (correspondant à 95,13% du capital social et 90,74% des droits de vote de la Société à la date de la présente Note en Réponse) (l'« **Acquisition des Blocs de Contrôle** »).

Au cours de la période comprise entre le 20 janvier 2021 et le 28 avril 2021, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations concernant la Société dans le cadre d'une procédure dite de *data room*. Il est précisé qu'à la connaissance de l'Initiateur, les informations qui lui ont été communiquées par la Société l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de *data room* figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (AMF – DOC-2016-08).

Aux termes d'un contrat de cession d'actions conclu entre RGIS et Kamino II et Barberine, actionnaires majoritaires d'Ivalis le 30 avril 2021, modifié par avenant conclu le 7 mai 2021, RGIS a réalisé l'Acquisition des Blocs de Contrôle le 30 avril 2021 (le « **Contrat de Cession d'Actions** »).

Le 30 avril 2021, les instances représentatives du personnel (« **IRP** ») de la société Ivalis France, société par actions simplifiée au capital de 1 225 000 euros, dont le siège social est situé 60 avenue du Centre, 78180 Montigny-Le-Bretonneux, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 500 005 624, filiale de la Société (« **Ivalis France** »), ainsi que les IRP de RGIS ont été informées de l'Acquisition des Blocs de Contrôle et de la signature du Contrat de Cession

Dans un communiqué de presse du 3 mai 2021, RGIS a annoncé la réalisation de l'Acquisition des Blocs de Contrôle.

Le cabinet BM&A représenté par Monsieur Pierre BEAL a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance d'Ivalis lors de sa réunion du 7 juillet 2021 et sa mission a été précisée par le Conseil de surveillance d'Ivalis les 4 août et 6 septembre 2021, conformément aux articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, II et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, afin d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

La désignation de l'expert-indépendant a été soumise à la procédure de non-opposition de la part de l'AMF en application de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

Par communiqué en date du 29 juillet 2021, RGIS a annoncé son intention de mettre en œuvre la présente Offre au prix de 24,50 euros par action.

1.2 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet de création d'un leader européen dans la réalisation de prestations d'inventaires, secteur à fort potentiel de croissance sur lequel RGIS a de fortes ambitions de consolidation de sa position tant sur le plan national qu'international.

Jusqu'alors concurrentes, RGIS et Ivalis partagent de fortes valeurs éthiques communes et jouissent d'une complémentarité géographique, lesquelles sont propices au développement de synergies et à l'optimisation des coûts de production.

L'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre. En effet, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, du faible volume d'échanges sur les actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des actions Ivalis n'est plus justifié.

Par ailleurs, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur le marché Euronext Growth Paris et par conséquent aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Growth Paris.

1.3 Rappel des termes de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 7 septembre 2021 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée visant les actions Ivalis non détenues par RGIS, ainsi que le Projet de Note d'Information. Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Cette Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 2° du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 24,50 euros par action, pendant une période de onze (11) jours de négociation.

Les actions Ivalis visées par l'Offre qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Offre, moyennant une indemnisation en numéraire de 24,50 euros par action Ivalis, nette de tous frais.

1.3.2 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 7 septembre 2021. Un avis de dépôt ainsi qu'une attestation de l'avis a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

L'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a publié sur son site Internet la décision de conformité motivée. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF de la Note en Réponse.

La Note en Réponse et le document « Autres Informations » seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.ivalis.fr/>), et pourront être obtenus sans frais au siège social d'Ivalis, 60 avenue du Centre 78180 Montigny-Le-Bretonneux, France.

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, conformément à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

L'Offre Publique d'achat simplifiée sera ouverte pendant une période de onze (11) jours de négociation.

1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de 11 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à son règlement général. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les actions Ivalis apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter toutes les actions Ivalis apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions Ivalis à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre, au plus tard le dernier jour de l'Offre :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au nominatif administré en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire ;
- auprès de CACEIS CORPORATE TRUST, 14 rue Rouget de Lisle, 92130 Issy-les-Moulineaux, pour les actionnaires détenant leurs actions Ivalis sous la forme nominative pure en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'apport des actions Ivalis à l'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de 2 jours de négociation après l'exécution de chaque ordre. Les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Invest Securities, agissant en qualité de membre acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Les ordres de présentation des actions Ivalis à l'Offre seront irrévocables.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin

que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Cette Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différent ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents du ressort de la Cour d'appel de Paris.

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1° du règlement général de l'AMF, l'Offre nécessite, du fait du contrôle de la Société par l'Initiateur préalablement au dépôt de l'Offre, la nomination d'un expert indépendant chargé d'établir le rapport mentionné à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF.

L'article 261-1, III du règlement général de l'AMF prévoit que *« L'expert indépendant est désigné, dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF, par l'organe social compétent de la société visée sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants. Ce comité assure le suivi des travaux de l'expert et prépare un projet d'avis motivé. »*

L'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF prévoit également une procédure alternative, dans le cas où la Société ne serait pas en mesure de procéder à la désignation du comité ad hoc : la désignation de l'expert indépendant est alors effectuée directement par l'organe compétent, en l'espèce, le conseil de surveillance de la Société, sous réserve que le nom de l'expert pressenti fasse l'objet d'une demande de non-opposition auprès de l'AMF.

La Société a mis en œuvre la procédure alternative susvisée pour la raison suivante : le conseil de surveillance de la Société comprenant trois membres lesquels exercent tous des fonctions au sein du groupe auquel l'Initiateur appartient, aucun desdits membres ne peut être qualifié de membre indépendant au regard des principaux codes de gouvernement d'entreprise de place et la Société n'est donc pas en mesure de constituer un comité ad hoc en capacité de satisfaire aux obligations prévues par l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF.

Conformément à ce qui précède, le conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 7 juillet 2021, sur convocation de son Président, et a désigné le cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport d'expertise indépendante portant sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

Puis, le conseil de surveillance de la Société s'est réuni les 4 août 2021 et 6 septembre 2021, sur convocation de son Président, à l'effet de préciser le cadre réglementaire de la désignation de l'expert indépendant susvisé.

Enfin, le conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 8 octobre 2021, sur convocation de son Président, en vue d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil de surveillance étaient présents. La séance était présidée par John Madden.

Le Président a rappelé les termes de l'Offre aux membres du conseil de surveillance tels que repris dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur. Les membres du conseil de surveillance ont ensuite étudié le Projet de Note en Réponse de la Société.

La délibération du conseil de surveillance contenant son avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Le Président de séance rappelle ensuite qu'ont été mis à disposition des membres du Conseil de Surveillance, préalablement à la présente réunion, les documents suivants :

- le Projet de Note d'Information définitif établi par l'Initiateur, contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre;
- le rapport établi par le Cabinet BM&A Partners représenté par Monsieur Pierre BEAL, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux articles 261-1 I, 1°, 2°, 4°, II et 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF ; et
- le Projet de Note en Réponse de la Société prévu par les articles 231-19 et 231-26 du Règlement Général de l'AMF.

Constatations

Après examen de ces documents, des termes de l'Offre y figurant et rappelés au premier point de l'ordre du jour, et des intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois, les membres du Conseil de surveillance ont constaté que :

- L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Elle sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation ;
- l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra être réouverte en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF ;
- l'Offre n'est pas soumise au seuil de caducité prévu par les dispositions de l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF ;
- dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, conformément aux articles L.433-4, II du Code monétaire et financier et aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions IVALIS non apportées à l'Offre ;
- Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions IVALIS non apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 24,50 euros par action, nette de tous frais ;
- L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF ;
- Le rapprochement entre l'Initiateur, leader dans la réalisation de prestations d'inventaires et de merchandising et la Société, spécialisée dans les services d'inventaires et présente au niveau international, permettra au Groupe RGIS de renforcer sa présence en France, dans de nombreux pays d'Europe (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Hollande, Italie, Suisse) et au Brésil ;
- Les fortes complémentarités entre le Groupe RGIS et le Groupe IVALIS créent des opportunités significatives de synergies qui s'inscrivent dans une stratégie de développement et de croissance au niveau européen, tout en renforçant leur présence dans les secteurs du Retail et de la Supply-Chain et conforte l'assise

- financière des deux Groupes ;*
- *L'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société, qui est fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société ;*
 - *L'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite et de développement de l'activité de la Société, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;*
 - *L'Initiateur se réserve, à la date du Projet de Note d'Information, la possibilité après une période de transition de mettre en place une réorganisation capitaliste de la société Ivalis pouvant prendre la forme de fermeture de filiales ou encore de fusion avec les sociétés du groupe RGIS ;*
 - *L'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritères en vue de l'évaluation des Actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a conclu dans son rapport au caractère équitable d'un point de vue financier du Prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société ;*
 - *Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique (« CSE ») en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert, détenant plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la cible, et seule l'obligation d'information du CSE prévue par l'article L. 2312-42 § 1 du Code du travail s'applique ;*
 - *Les CSE de la société IVALIS FRANCE et de RGIS SPECIALISTES EN INVENTAIRE ont été respectivement informés de l'Offre lors de réunions tenues les 9 et 10 septembre 2021.*

Avis

Après avoir effectué toutes ces constatations, le Conseil de surveillance, estime que :

- *le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société et de ses actionnaires ;*
- *les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de la Société ;*
- *les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession à des conditions satisfaisantes pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la Société.*

Au vu de ces éléments et notamment du projet de rapport de l'Expert Indépendant, et après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance émet un avis favorable sur l'Offre initiée par RGIS SPECIALISTES EN INVENTAIRE, au prix de 24,50 euros par Action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires.

En conséquence, le Conseil recommande aux actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité immédiate de leurs titres de les apporter à l'Offre.

Ces avis et recommandations ont été pris à l'unanimité des membres du Conseil présents. »

3 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément à l'article 19 des statuts de la Société, chaque membre du Conseil de surveillance détient une action en vertu de prêts de consommation d'actions accordés par RGIS et exerce vis-à-vis d'Ivalis les droits attachés à la qualité d'actionnaire.

4 INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

La Société ne détient pas d'action d'auto-contrôle.

5 INFORMATION DES SALARIÉS D'IVALIS

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique (« CSE ») en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert, détenant plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la cible, et seule l'obligation d'information du CSE prévue par l'article L. 2312-42 § 1 du Code du travail s'applique.

Les CSE d'Ivalis France et de RGIS ont été respectivement informés de l'Offre lors de réunions tenues les 9 et 10 septembre 2021.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Aux termes de ses délibérations en date des 7 juillet 2021, 4 août 2021 et 6 septembre 2021, le conseil de surveillance de la Société a désigné BM&A en qualité d'expert indépendant avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 1°, 2°, 4°, II et 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

Le rapport de l'expert indépendant, en date du 18 octobre 2021, est intégralement reproduit en Annexe et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

7 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

La société Barberine, société à responsabilité limitée au capital de 2 000 000 euros, dont le siège social est situé au 10 rue Descartes, 78320 Le Mesnil-Saint-Denis, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 448 917 591, contrôlée et dirigée par Monsieur Frédéric MARCHAL en qualité de gérant, et ancien actionnaire majoritaire de la Société (« **Barberine** »), a conclu avec l'Initiateur et la Société le 30 avril 2021 un contrat de prestation de conseil et de services dont l'objet est notamment d'accompagner l'Initiateur et/ou la Société dans le cadre de la période de transition et d'intégration de la Société au sein du groupe auquel l'Initiateur appartient (le « **Contrat de Prestation de Services** »).

Le Contrat de Prestation de Services a été conclu pour une durée de six mois expirant le 31 octobre 2021 et prévoit, en contrepartie de la réalisation des prestations, une rémunération mensuelle forfaitaire d'un montant de 37 500 euros hors taxes.

Aux termes du Contrat de Prestation de Services, Barberine est tenue par un engagement de non-sollicitation du personnel d'Ivalis et de RGIS pendant toute la durée du Contrat de Prestation de Services et pendant une durée de douze mois à compter de son terme.

L'Initiateur et la Société sont également tenus par un engagement de non-sollicitation du personnel de Barberine pendant toute la durée du Contrat de Prestation de Services et pendant une durée de douze mois à compter de son terme.

L'Initiateur n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun autre accord en lien avec l'Offre ou qui serait de nature à avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

8 ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

8.1 Structure et répartition du capital

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

ACTIONNAIRE	NOMBRE D' ACTIONS*	% DU CAPITAL	NOMBRE DE DROITS DE VOTE*	% DE DROITS DE VOTE THÉORIQUES ²
Actions Ordinaires				
RGIS Spécialistes en Inventaires SARL*	1 246 645	95,14%	1 246 645	90,74%
TALENCE GESTION	62 462	4,77%	124 924	9,09%
Public*	1 276	0,10%	2 355	0,17%
Total	1 310 383	100,00%	1 373 924	100,00%

*Le nombre d'actions et de droits de vote de RGIS et du Public reflètent les prêts de consommation d'une action accordés par RGIS à chacun des trois membres du Conseil de surveillance de la Société.

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

Transfert d'actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

Droit de vote double

L'article 32 des statuts de la Société mis à jour suivant décisions du directoire en date du 30 avril 2021 et décisions du président du directoire en date du 4 juin 2021 (les « **Statuts** ») prévoit l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire.

² Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

8.3 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 % de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, par courriers à l'AMF et à la Société en date du 30 avril 2021, RGIS a déclaré avoir franchi à la hausse du fait de l'Acquisition des Blocs de Contrôle le 30 avril 2021 tous les seuils légaux et statutaires jusqu'à 90% du capital social et 95% des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société.

Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 4 mai 2021 sous la référence 221C0952.

8.5 Droits de contrôle spéciaux

La Société n'a pas émis de titres comportant de droits de contrôle spéciaux.

8.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société ne dispose d'aucun système d'actionnariat du personnel.

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

À la connaissance de la Société, à la date de la présente Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement du conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la société

8.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil de surveillance résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 20 des Statuts.

Le conseil de surveillance de la Société est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi. À la date de la présente Note en Réponse, le conseil de surveillance est composé de trois membres.

Conformément à l'article L. 225-19 du Code de commerce, nul ne peut être nommé membre du conseil de surveillance si, ayant dépassé l'âge de 70 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des

membres du Conseil le nombre des membres ayant dépassé cet âge. D'autre part, si du fait qu'un membre du Conseil en fonction vient à dépasser cet âge de 70 ans, la proportion du tiers ci-dessus visée est dépassée, le membre du conseil de surveillance le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Les membres du conseil de surveillance sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires de la Société, qui peut les révoquer à tout moment. La durée des fonctions d'un membre du conseil de surveillance est de six années.

Les membres du conseil de surveillance sont toujours rééligibles, sous réserve des dispositions légales alors applicables ou celles des Statuts, relatives notamment à leur âge.

En cas de vacance, par décès ou par démission, d'un ou plusieurs sièges de membre du conseil de surveillance, le conseil de surveillance peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par les dispositions légales alors applicables. Le membre du conseil de surveillance nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonctions que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les nominations effectuées par le conseil de surveillance à titre provisoire sont soumises à la ratification de l'assemblée générale ordinaire la plus proche. À défaut de ratification, les délibérations prises par le conseil de surveillance n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des membres du conseil de surveillance est devenu inférieur au minimum légal, le directoire doit convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire, en vue de compléter l'effectif du conseil de surveillance.

8.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, la moitié, et, sur deuxième convocation, le quart des actions ayant le droit de vote. À défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date qui ne peut être postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

8.9 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Aucune autorisation ou délégation de compétence en matière d'émission ou de rachat de titres n'a été accordée au directoire par l'assemblée générale des actionnaires de la Société.

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

À la connaissance de la Société, aucun accord conclu par la Société ne sera modifié ou n'a pris fin en raison du changement de contrôle de la Société intervenu.

8.11 Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d'offre publique

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord avec la Société prévoyant le versement d'indemnité en cas de départ des membres du directoire, du conseil de surveillance ou des salariés en cas d'offre publique.

9 INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES SUR LE CONTENU DE L'OFFRE

Les autres 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 déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (<https://www.ivalis.fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Ivalis
60 avenue du Centre
78180 Montigny-Le-Bretonneux

10 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA PRESENTE NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, 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. »

Le 26 octobre 2021,

Ivalis
Par : Heinz KRAUSE
Directeur Général

Annexe
Rapport d'expertise indépendante portant sur l'équité des conditions financières de l'Offre du
cabinet BM&A du 18 octobre 2021

BMA



IVALIS SA

Expertise indépendante

**Projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie
d'un retrait obligatoire**

Octobre 2021

SOMMAIRE

Sommaire	18
1 contexte de l'opération	20
2 présentation de l'expert indépendant	22
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	22
2.2 Déclaration d'indépendance	22
2.3 Rémunération de l'expert.....	23
2.4 Diligences effectuées par l'expert.....	23
3 Présentation d'Ivalis	26
3.1 Activité, historique et positionnement stratégique.....	26
3.1.1 <i>Bref historique et positionnement stratégique</i>	26
3.2 Analyse historique de comptes publiés.....	27
3.2.1 <i>Évolution des résultats</i>	27
3.2.2 <i>Evolution de la structure financière</i>	29
3.2.3 <i>Flux de trésorerie</i>	31
3.3 Présentation du plan d'affaires	32
3.3.1 <i>Chiffre d'affaires</i>	32
3.3.2 <i>Marges opérationnelles</i>	33
3.3.3 <i>Investissements (capex)</i>	34
3.3.4 <i>Variation du besoin en fonds de roulement (BFR)</i>	34
3.3.5 <i>Synthèse</i>	34
4 travaux d'évaluation	35
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	35
4.1.1 <i>Nombre de titres</i>	35
4.1.2 <i>Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</i>	35
4.2 Méthodes ou références non retenues	36
4.2.1 <i>Actif net comptable</i>	36
4.2.2 <i>Méthodes basées sur le dividende</i>	36
4.2.3 <i>Méthodes de l'actif net réévalué</i>	36
4.2.4 <i>Cours de bourse</i>	36
4.2.5 <i>Approche par les objectifs de cours des analystes financiers</i> :	38
4.3 Critères et méthodes retenus	38
4.3.1 <i>Transactions sur le capital de la Société</i>	38
4.3.2 <i>Evaluation par la méthode DCF</i>	40
4.3.3 <i>Evaluation par les comparables boursiers</i>	45

	4.3.4	<i>Evaluation par les transactions comparables</i>	49
5 		analyse critique des travaux de l'Évaluateur	50
	5.1	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	50
	5.1.1	<i>Nombre de titres en circulation</i>	50
	5.1.2	<i>Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</i>	51
	5.2	Méthode DCF	51
	5.2.1	<i>Estimation des flux de cash-flow libres</i> :	51
	5.2.2	<i>Taux d'actualisation appliqué</i> :	52
	5.2.3	<i>Conclusion</i>	53
	5.3	Méthode des comparables boursiers	53
	5.3.1	<i>Echantillon de sociétés comparables cotées de référence</i>	53
	5.3.2	<i>Méthodologie</i>	53
	5.3.3	<i>Conclusion</i>	54
	5.4	Méthode des transactions comparables.....	54
6 		conclusion	55
7 		annexes	57
	7.1	Lettre de mission.....	58
	7.2	Présentation synthétique des sociétés retenues dans l'échantillon de comparables boursiers	59
	7.3	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers.....	60
	7.4	Echantillon de transactions comparables	63

1

Contexte de l'opération

Par communiqué en date du 3 mai 2021, les sociétés Ivalis (ci-après « **Ivalis** », la « **Société** » ou le « **Groupe** ») et RGIS Spécialistes en Inventaire (ci-après « **RGIS** » ou l'« **Initiateur** ») ont annoncé l'acquisition du contrôle d'Ivalis par RGIS. Cette acquisition a été réalisée le 30 avril 2021 par voie d'acquisition hors marché d'un bloc de contrôle composé de (i) 626 334 actions Ivalis auprès de la société Barberine³, et de (ii) 620 314 Actions Ivalis auprès du fonds Kamino II⁴, soit au total 1 246 648 actions Ivalis, représentant 95,14 % du capital et 90,74 % des droits de vote théoriques de la Société, pour un montant total de 14 271 000 € soit 11,45 € par action.

A l'issue de cette opération, la géographie du capital de la Société est la suivante :

Ivalis Actionnariat au 4 juin 2021	Actions		Cession à RGIS	Actions (post Cession)	
	nombre	%		nombre	%
Barberine	626 334	47,80%	(626 334)	-	-
Kamino II	620 314	47,34%	(620 314)	-	-
Sous-total Concert	1 246 648	95,14%	(1 246 648)	-	-
RGIS	-	-	1 246 648	1 246 648	95,14%
Talence Gestion	62 462	4,77%		62 462	4,77%
Public	1 273	0,10%		1 273	0,10%
Total	1 310 383	100,00%	-	1 310 383	100,00%

RGIS ayant acquis une quote-part de capital et des droits de vote supérieure à 50 %, l'Initiateur est tenu, conformément à la réglementation en vigueur⁵, de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital de la Société. Le communiqué de 3 mai 2021 indique donc qu'un projet d'offre publique d'acquisition simplifiée suivie d'une procédure de retrait obligatoire serait déposé par RGIS auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») à un prix au moins égal à 11,45 € par action.

Par communiqué du 29 juillet 2021, RGIS et Ivalis ont publié conjointement les caractéristiques d'un projet d'offre publique suivie d'une procédure de retrait obligatoire, précisant que le prix d'offre était fixé à 24,50 € par action.

Ainsi, le 7 septembre 2021, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») visant les actions de la société Ivalis, en application des dispositions des articles 234-2 et 233-1, 2° du règlement général, au prix de 24,50 €.

L'Initiateur indique que ce rapprochement lui permet de renforcer sa présence en France et dans de nombreux pays d'Europe, les complémentarités entre les deux groupes créant des opportunités significatives de synergies⁶ qui s'inscrivent dans une stratégie de développement et de croissance en Europe, en renforçant leur présence dans les secteurs du *retail* et de la *supply-chain*. Ainsi, hormis le renforcement de sa présence en Europe, l'Initiateur n'indique pas qu'il envisage de modifier la stratégie de la Société ou la politique de celle-ci en matière d'emploi ou de distribution de dividendes. RGIS précise que la gouvernance de la Société a été modifiée afin de refléter le nouvel actionnariat d'Ivalis et qu'il se réserve la possibilité de procéder à des opérations de réorganisation capitalistique d'Ivalis via la fermeture de filiales ou de fusion avec les sociétés du groupe RGIS.

³ Barberine est une société holding contrôlée par monsieur Frédéric Marchal.

⁴ Kamino II est une société holding contrôlée par le FCPI Ekkio Capital II, un fonds géré par la société de gestion Ekkio Capital.

⁵ Règles de marché Euronext Growth du 14 août 2020.

⁶ Sans que le montant de ces synergies n'ait été déterminé.

Enfin, l'Initiateur, qui précise que le titre Ivalis présente une faible liquidité, que la Société n'a jamais fait appel aux marchés financiers et qu'elle n'envisage pas d'y avoir recours, stipule qu'il a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire prévue aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à un prix identique à celui de l'Offre. Les conditions de détention de ce retrait étant d'ores et déjà réunies, le retrait sera mécanique sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, et entraînera la radiation de la cote des actions de la Société.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été désigné par le Conseil de Surveillance d'Ivalis le 7 juillet 2021 en qualité d'expert indépendant, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Ivalis SA dans le cadre de la présente Offre.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1^o, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur ;
- le paragraphe I, alinéa 2^o, dans la mesure où des dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe I, alinéa 4^o, en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

2

Présentation de l'expert indépendant

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « **BM&A A&S** » ou « **BM&A** »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte environ 180 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 25 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Alès Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre Publique d'Achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities
nov-19	Offre Publique de Rachat d'Actions	Iliad	n/a	CACIB & Société Générale
mai-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Blue Solutions	Bolloré SE	Natixis & BNP Paribas
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et le signataire du présent rapport, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifiée le 10 février 2020. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;

- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 55 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé, Stéphane Marande, *senior manager*, et par Jillian Walter, chef de mission, spécialisés en évaluation financière des entreprises.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Opération envisagée le 11 mai 2021. A la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance d'Ivalis, intervenue le 7 juillet 2021⁷, nous avons commencé nos travaux le 10 septembre 2021 et les avons achevés le 8 octobre 2021, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Ivalis :
 - Anne-Sophie Jay, Directrice administrative et financière
 - Frédéric Marchal, ancien Président du Conseil de surveillance et actionnaire partie à la cession du bloc de contrôle
- RGIS :
 - Heinz Krause, *Chief Financial Officer, International* (Directeur général d'Ivalis)
 - Elise Cordier, *General Counsel and DPO, International*
- Invest Securities - Banque Présentatrice :
 - Gwenael le Berre, Managing Director
- Fontaine AARPI (Cabinet d'avocat, conseil de RGIS) :
 - Me Frédéric Fontaine
 - Me Alice Evano

⁷ Notre mission a ensuite été précisée par le Conseil de surveillance les 4 août et 6 septembre 2021.

- Me Stéphanie Louiset
- Ekkio Capital :
 - Thibaud Gachet, Directeur Associé et actionnaire partie à la cession du bloc de contrôle
- Canaccord Genuity Capital Markets (Banque d'affaires mandatée en vue de la cession d'Ivalis) :
 - Olivier Dardel, Head of Paris Office

Nous précisons qu'à ce jour, nous n'avons rencontré aucun actionnaire minoritaire de la société Ivalis ni reçu de question émanant de leur part.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- iv) l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du *business model* ;
- v) les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires produit par le Management ;

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
- iii) analyser les comptes historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Invest Securities afin de réaliser un examen critique ;
- vii) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du projet de note d'information concernant le projet d'offre publique d'achat simplifiée ;
- du plan d'affaires produit par le management ;
- du projet de rapport d'évaluation de la Banque présentatrice ;
- du rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés pour les exercices clos au 31 mars 2021 et au 31 mars 2020 ;
- de la documentation juridique relative à l'accord d'acquisition des titres Ivalis par RGIS, notamment le Share Purchase Agreement (ci-après le « SPA ») signé le 30 avril 2021 et le contrat de prestation de conseil et de services conclu entre RGIS et Barberine à la même date ;

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv⁸ et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction d'Ivalis nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

⁸ ex Thomson-Reuters.

3

Présentation d'Ivalis

3.1 Activité, historique et positionnement stratégique

3.1.1 Bref historique et positionnement stratégique

Ivalis (ex. L'Inventoriste) est une société anonyme au capital de 262 076,60 €, réparti en 1 310 383 actions de 0,2 € de nominal dont le siège social est situé 60 avenue du Centre à Montigny-le-Bretonneux (78).

Introduite en bourse en mai 2004 sur le Marché Libre, la Société a fait l'objet d'un transfert de cotation en juin 2007 et ses actions sont actuellement admises sur Euronext Growth Paris (ISIN FR0010082305). Sur la base du dernier cours de bourse disponible à la date de l'annonce de l'Offre, la capitalisation boursière de la société ressort à 10,3 m€⁹.

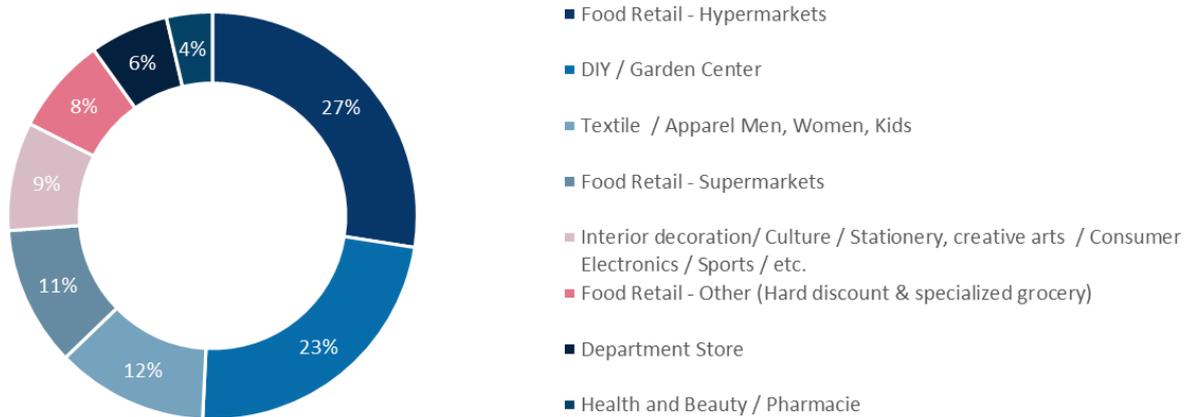
Fondée en 1991 sous le nom d'Inventor (devenue l'Inventoriste en 1996), la société Ivalis s'est tout d'abord spécialisée dans la réalisation d'inventaires pour les pharmacies d'officine. En 1998, la Société abandonne cette activité et cible une clientèle composée principalement de groupes de la grande distribution. Au cours des années 2000, Ivalis développe sa clientèle « grands comptes » et ouvre des établissements secondaires dans toute la France (Lyon, Marseille, Lille, Rennes et Strasbourg) afin de mieux répondre aux demandes de ses clients. L'année 2005 marque le début du développement européen avec l'ouverture d'une filiale en Espagne. Depuis, cette stratégie s'est poursuivie avec la création ou l'acquisition de filiales en Europe (Italie, Portugal, Belgique, Pays-Bas, Allemagne, Suisse, Autriche), au Brésil en 2013, avec la signature de partenariats (OCS Asset Solutions), et la mise en place de franchises au Maroc et à la Réunion permettant à Ivalis d'accompagner ses clients à travers le monde.

Aujourd'hui, Ivalis compte 9 filiales et 62 agences et offre deux types de prestations en matière d'externalisation des inventaires physiques :

- l'inventaire clé en main, qui a représenté 82 % des inventaires menés en 2020/2021 (96 % en termes de revenus), intègre la mise à disposition de l'ensemble des moyens nécessaires à la réalisation d'un inventaire : les logiciels (PCC® et Windouch®), les terminaux portables et les ressources humaines.
- l'inventaire partenaire, qui a représenté 10 % des prestations effectuées en 2020/2021.
- L'audit, l'étiquetage électronique et les autres prestations, sont des activités développées récemment dans un effort de diversification et représentent moins de 10 % des prestations et moins de 3 % du chiffre d'affaires.

Le chiffre d'affaires de l'entreprise est essentiellement réalisé auprès des acteurs de la grande distribution (près de 50 % du chiffre d'affaires), des magasins de bricolage (23 %), des entreprises de textile (12 %), de pharmacies (4 %) et d'autres magasins (*department stores*, magasins de sport, etc.).

⁹ Sur la base du dernier échange du 21 juillet 2020, ce montant est déconnecté de la valeur réelle des fonds propres de la Société du fait de volumes d'échanges quasi nuls depuis plusieurs années (cf. § 4.3.1).



D'un point de vue stratégique, l'environnement concurrentiel idéal visé par la Société et ses clients est une situation de duopole régional. Au-delà des contraintes induites par le fait que la Société intervient sur un marché de niche, fortement dépendant des directions des achats de la grande distribution, l'une des principales difficultés du business model réside dans la gestion des ressources humaines, complexe dans ce métier de main d'œuvre avec une saisonnalité fortement marquée. A la différence de RGIS, qui privilégie l'intervention d'équipes de professionnels dédiés, Ivalis s'appuie sur une méthodologie spécifique développée en interne, des outils informatiques et son savoir-faire en termes de gestion des ressources humaines pour faire intervenir des équipes hétérogènes souvent recrutées spécifiquement et pour une durée déterminée en fonction de besoins.

Au cours des dernières années, la Société a aussi dû faire face à l'apparition de la technologie RFID qui, malgré des contraintes techniques et un coût encore élevé, tend à remplacer l'inventaire physique pour une partie de ses clients historiques opérant dans des secteurs où cette technologie est rentable. Ivalis a donc élaboré une solution qui permet de garantir la qualité de la saisie des informations RFID lors de l'inventaire. Cette approche innovante est principalement proposée aux quelques enseignes de la distribution textile qui ont choisi cette technologie et permet à Ivalis d'accroître sa présence sur ce marché.

Au 31 mars 2021, le groupe employait 486 équivalents temps plein à travers ses différentes filiales, en diminution de presque 13 % par rapport à mars 2020 et de 17,5 % par rapport à mars 2019.

3.2 Analyse historique de comptes publiés

3.2.1 Évolution des résultats

Comme indiqué dans le tableau ci-après, retraçant l'évolution du résultat de la Société depuis mars 2017, le chiffre d'affaires a stagné, passant de 73,1 m€ pour l'exercice clos le 31 mars 2017, à 72,9 m€ pour l'exercice clos le 31 mars 2020, soit un taux de croissance annuel moyen de -0,1 %. Le taux de croissance durant cette période s'est révélé volatil, passant de 20,5 % entre mars 2016 et mars 2017 tiré par une forte croissance organique en Europe occidentale et au Brésil, à -12,3 % entre mars 2020 et mars 2021, six des huit filiales opérationnelles du groupe ayant été contraintes de suspendre leur activité dans le cadre des mesures de confinement prises par les différents gouvernements des pays où opère Ivalis (fermeture des magasins et commerces dont l'activité a été jugée non essentielle).

P&L en k€	2016/17 12 mois	2017/18 12 mois	2018/19 12 mois	2019/20 12 mois	2020/21 12 mois
Chiffre d'affaires	73 145	76 881	77 654	72 870	63 942
Variation	20,5%	5,1%	1,0%	-6,2%	-12,3%
Achats de matières premières	(1)	(57)	(1)	(25)	(12)
Achats non stockés, matériel et fournitures	(581)	(678)	(420)	(604)	(539)
Variation de stocks de matières premières	(109)	(92)	(109)	(80)	(61)
Production immobilisée	497	243	267	347	394
Marge brute	72 950	76 296	77 392	72 509	63 705
Autres achats et charges externes	(38 969)	(40 071)	(37 743)	(34 219)	(29 890)
Valeur ajoutée	33 981	36 226	39 649	38 290	33 815
En % du CA	46,5%	47,1%	51,1%	52,5%	52,9%
Impôts, taxes et versements assimilés	(680)	(676)	(701)	(585)	(620)
Charges de personnel	(30 097)	(32 560)	(36 495)	(35 433)	(29 173)
Transferts de charges d'exploitation	333	374	401	381	348
Excédent brut d'exploitation	3 537	3 365	2 855	2 652	4 370
En % du CA	4,8%	4,4%	3,7%	3,6%	6,8%
Dotations aux amortissements (D&A) et provisions d'exploitation	(1 245)	(1 359)	(1 478)	(1 820)	(1 803)
Résultat opérationnel courant	2 292	2 006	1 377	832	2 567
En % du CA	3,1%	2,6%	1,8%	1,1%	4,0%
Autres charges d'exploitation	(104)	(70)	(143)	(240)	(206)
Autres produits d'exploitation	181	250	358	566	498
Résultat d'exploitation	2 369	2 186	1 593	1 157	2 860
En % du CA	3,2%	2,8%	2,1%	1,6%	4,5%
Résultat financier	(322)	(269)	(332)	(811)	(452)
Résultat courant avant impôts	2 047	1 917	1 261	346	2 408
En % du CA	2,8%	2,5%	1,6%	0,5%	3,8%
Résultat exceptionnel	(24)	(33)	13	56	(415)
Résultat avant impôt	2 023	1 884	1 273	403	1 993
Impôt sur les résultats	(1 080)	(85)	(137)	(738)	(1 268)
Résultat net des entreprises intégrées	942	1 799	1 137	(336)	724
En % du CA	1,3%	2,3%	1,5%	-0,5%	1,1%
Amortissements des écarts d'acquisition	(1 227)	(1 180)	(1 039)	(1 039)	(1 039)
Résultat net de l'ensemble consolidé	(284)	619	98	(1 374)	(314)
En % du CA	-0,4%	0,8%	0,1%	-1,9%	-0,5%
Intérêts minoritaires	1	(1)	(1)	2	2
Résultat net (Part du groupe)	(284)	618	97	(1 372)	(312)
En % du CA	-0,4%	0,8%	0,1%	-1,9%	-0,5%

Les achats consommés augmentant parallèlement au chiffre d'affaires, cette évolution conduit, par solde, à une stagnation de la marge brute (taux de croissance annuel moyen de 0,1 %).

Les achats de matière première et variations de stocks de la Société sont peu significatifs, la marge brute de la Société est ainsi presque identique au chiffre d'affaires.

La valeur ajoutée est en augmentation constante entre mars 2017 et mars 2021, passant respectivement de 46,5 % à 52,9 %. Cette évolution a été causée par la diminution des autres charges externes, principalement des frais de personnel intérimaire et des frais de déplacement, qui passent de 45,9 % du chiffre d'affaires à 38,5 %.

L'évolution de la marge d'excédent brut d'exploitation (EBE) s'est révélée sans tendance. Après une augmentation significative entre mars 2016 et mars 2017 passant de 3,5 % à 4,8 % liée à la baisse de la masse salariale de 12,3 % et conséquemment à la diminution des postes de rémunération du personnel et des charges sociales, la marge d'EBE se dégrade chaque année jusqu'en mars 2020. Cette évolution est la conséquence de l'augmentation des charges de personnel au niveau du siège de la Société, laquelle coïncide avec les changements de gouvernance entamés en 2017. Enfin, l'année fiscale 2020/2021 est marquée par une nouvelle augmentation de l'EBE, consécutive aux effets combinés de l'effort d'optimisation des charges de personnel

entamé par le Groupe et des différentes mesures de soutien à l'économie, incluant les procédures de chômage partiel mises en place par les différents pays dans lesquels opère la Société.

Le résultat opérationnel courant suit une tendance similaire à celle de l'EBE, augmentant de 1,0 % à 3,1 % de mars 2016 à mars 2017, avant de diminuer graduellement pour atteindre 1,1 % en mars 2020. Les dotations aux amortissements, en constante augmentation sur la période mars 2017 - mars 2020, accentuent cette tendance (passant de 1,7 % du CA à 2,5 %). L'année fiscale 2020/2021, atypique, marque une augmentation du niveau d'EBIT à 4,0 % du CA, malgré un niveau d'amortissement qui continue d'augmenter, à 2,5 % du chiffre d'affaires.

Le résultat financier est négatif, à un niveau faible et relativement stable, entre 0,3 et 0,8 m€. Il est essentiellement composé d'intérêts et charges assimilées et, en parallèle avec le développement à l'international de la Société, de gains et pertes de changes. Au cours de l'année fiscale 2020 – 2021, une perte de change pour un montant de 0,3 m€ a été constatée consécutive à la forte dépréciation du réal brésilien face à l'euro au cours de l'exercice. Il s'agit d'un risque de perte de change comptabilisée dans les comptes de la filiale Ivalis Brazil qui présente des dettes envers le groupe, et en particulier envers Ivalis SA, exprimées en euros.

Le résultat exceptionnel est resté à un niveau faible sur la période 2016 – 2020. L'année fiscale 2020/2021 est cependant marquée par un résultat exceptionnel négatif de 415 k€, résultant de la mise en redressement judiciaire d'un client de la filiale allemande, Galeria Karstadt Kaufhof, intervenue en avril 2020 à la suite de la fermeture de ses magasins en lien avec la crise de la Covid-19. La créance détenue par la filiale allemande sur ce client avait fait l'objet d'une dépréciation à hauteur de 443 k€ dans les comptes d'Ivalis Deutschland au 31 mars 2020. Dans le contexte de la poursuite de l'activité de ce client sous la supervision d'un administrateur judiciaire, elle est devenue irrécouvrable en septembre 2020. La reprise de la dépréciation de 443 K€ ainsi que la perte de la créance de 915 K€ ont été constatées en résultat exceptionnel.

En mars 2021, les résultats nets positifs des entités allemande, suisse et autrichienne, ont permis de déduire une partie des reports fiscaux déficitaires de ces filiales, entraînant une baisse significative de 0,6 m€ du stock d'impôts différés actifs au bilan consolidé d'Ivalis. Par ailleurs, les résultats et les perspectives de profitabilité de la filiale italienne étant inférieurs à ceux précédemment attendus, le groupe a intégralement repris les impôts différés actifs liés à cette filiale figurant au bilan 2019-20 pour 0,2 m€.

La marge nette est faible sur la période, entre (1,0) % et 2,3 %. L'année fiscale 2020 – 2021, avec un niveau de marge nette de 1,1 %, vient interrompre la baisse continue du résultat net qui entre mars 2018 et mars 2020 est passé de 2,3 % à (0,5) %.

Les dotations aux amortissements des écarts d'acquisition sont relatives aux acquisitions de la société SIGMA au premier trimestre 2014. Les écarts d'acquisition sont amortis de manière linéaire sur une durée de huit ans.

Après prise en compte des dotations aux amortissements des écarts d'acquisition, la marge nette de l'ensemble consolidé ressort négative à (0,5) % pour l'exercice 2020/2021, contre (1,9) % pour l'exercice précédent.

3.2.2 Evolution de la structure financière

Historiquement, l'actif du bilan fonctionnel de la Société est majoritairement composé d'écarts d'acquisition, cependant largement amortis au 31 mars 2021, pour une valeur nette comptable de 0,2 m€. Ces écarts d'acquisition sont issus de l'acquisition de SIGMA (5,4 m€) réalisée au premier trimestre 2014. Les autres immobilisations d'exploitation s'élèvent à 3,1 m€ et correspondent principalement à des logiciels et développements informatiques destinés à améliorer l'expérience des clients d'Ivalis (notamment les applications « Préparation d'inventaire », « Planning hebdomadaire », « CRM » et « Sales Force Model »), et à des immobilisations corporelles (parc de lecteur codes-barres).

L'augmentation des immobilisations corporelles sur la période est essentiellement liée à l'extension du parc de lecteurs code-barres du groupe, au développement de l'activité et au nécessaire renouvellement d'une partie du matériel. En 2021, les investissements en immobilisations incorporelles concernaient le développement d'applications destinées à améliorer l'expérience des clients d'Ivalis.

Bilan fonctionnel en k€	31/03/2016	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020	31/03/2021
Autres immobilisations incorporelles	970	1 351	1 340	1 323	1 416	1 368
Immobilisations corporelles	1 933	2 100	2 247	2 576	1 901	1 389
Dépôts et cautionnement nets	340	364	464	522	547	349
Immobilisations d'exploitation hors écarts d'acquisition	3 243	3 815	4 051	4 421	3 864	3 105
BFR	(5 234)	(4 269)	(3 046)	(501)	(2 551)	(1 927)
En % du CA	-8.6%	-5.8%	-4.0%	-0.6%	-3.5%	-3.0%
Variation de BFR		965	1 223	2 545	(2 050)	624
Stocks et en-cours	89	62	89	109	121	140
Créances	10 519	14 500	16 656	18 584	12 242	14 334
Dettes d'exploitation	(14 023)	(18 037)	(18 933)	(18 713)	(14 728)	(15 845)
Dettes diverses hors comptes courants	(1 818)	(794)	(858)	(482)	(187)	(556)
Actif d'exploitation	(1 991)	(454)	1 005	3 919	1 312	1 178
Ecart d'acquisition	5 782	4 530	3 350	2 312	1 273	235
Impôt différé actif	1 901	2 083	1 842	1 840	1 350	500
Actif hors exploitation	7 682	6 613	5 192	4 152	2 623	735
Actif économique	5 692	6 159	6 197	8 071	3 936	1 913

Le besoin en fonds de roulement dégagé par l'activité constitue structurellement une ressource en fin d'exercice et s'établit en moyenne à (4) % au cours des dernières années. Cet agrégat est toutefois à relativiser car calculé à fin mars, période de l'année où la trésorerie de la Société est proche de son plus haut annuel.

Bilan fonctionnel en k€	31/03/2016	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020	31/03/2021
Capitaux propres part du groupe	3 530	3 322	3 630	3 839	2 383	2 035
Capitaux propres hors groupe	2	1	2	4	2	(0)
Capitaux propres consolidés	3 531	3 324	3 632	3 843	2 384	2 035
Provisions pour R&C	135	105	244	260	135	389
Provisions pour retraites	286	266	324	332	220	147
Provision nette pour impôt différés (hors reports)	152	187	-	-	93	104
Provisions	573	557	568	592	448	640
Endettement financier hors dépôts et cautionnements	11 442	9 470	9 221	8 315	8 081	13 070
dont : PGE	-	-	-	-	500	7 325
Trésorerie	(9 854)	(7 192)	(7 225)	(4 679)	(6 977)	(13 831)
Endettement net	1 588	2 278	1 996	3 637	1 104	(761)
Endettement net / EBITDA	0,74	0,64	0,59	1,27	0,42	-0,17
Capitaux engagés	5 692	6 159	6 197	8 071	3 936	1 913

S'agissant des ressources de la Société, ses capitaux propres consolidés s'accroissent entre 2017 et 2019, puis diminuent de 37,9 % au 31 mars 2020 et de 14,7 % au 31 mars 2021 du fait des pertes constatées sur ces exercices.

Les dettes financières s'élèvent à 13,1 m€ au 31 mars 2021 et ont été contractées, d'une part, entre 2013 et 2016 pour le financement de l'acquisition de SIGMA (y compris complément de prix), le développement de la filiale brésilienne, et le renouvellement du parc de scanners, et, d'autre part sur l'exercice 2020/2021, par l'obtention de prêts « covid » afin de faire face à la crise sanitaire :

- pour les trois entités françaises, obtention d'un prêt garanti par l'Etat (PGE) de 5 m€ auprès des partenaires bancaires habituels du Groupe, et de 0,75 m€ accordé par BPI France ;
- prêt à hauteur de 0,8 m€ pour Ivalis Deutschland ;

- prêt de 0,6 m€ pour Ivalis Spain ;
- prêt de 0,5 m€ pour Ivalis Austria, dont 0,1 m€ décaissés au 31 mars 2021.

Compte tenu du niveau élevé de disponibilités à l'actif, le niveau d'endettement net reste à des niveaux relativement faibles sur la période 2016-2021, entre 3,6 m€ atteint en 2019 et -0,7 m€ atteint en 2021, soit respectivement entre 1,3x et -0,2x l'EBE consolidé.

Cette évolution doit cependant s'apprécier en relation avec la forte saisonnalité de l'activité, le montant trimestriel moyen de l'endettement net, lissé sur 3 ans (du 31 mars 2019 au 31 mars 2021), s'établissant à 5,0 m€.

Enfin, au 31 mars 2021, la Société a comptabilisé 0,6 m€ de provisions pour risques et charges, correspondant, à hauteur de 0,1 m€, aux engagements envers le personnel (indemnités de fin de carrière), et à hauteur de 0,4 m€, à divers litiges, ainsi qu'à des provisions nettes pour impôts différés (hors reports) pour 0,1 m€.

3.2.3 Flux de trésorerie

En termes de flux de trésorerie, la capacité d'autofinancement a augmenté entre mars 2016 et mars 2018, passant respectivement de 1,0 m€ à 2,9 m€, avant de décliner jusqu'en 2020 à 1,3 m€ avant de revenir à la normale en mars 2021 à 3,0 m€, grâce à un meilleur résultat net et une variation favorable des impôts différés.

Les investissements annuels se sont situés, entre mars 2016 et mars 2021, à un niveau relativement modeste, entre 1,9 m€ et 0,8 m€ soit entre 3,1 % et 1,1 % du chiffre d'affaires. Les investissements en immobilisations corporelles sont essentiellement constitués de renouvellement du parc de lecteurs de code-barres, et les investissements en immobilisations incorporelles portent sur le développement d'applications pour l'amélioration de la satisfaction des clients, de logiciels internes de middle office entre mars 2016 et mars 2018 et, en mars 2020, de l'implémentation d'un ERP à l'usage de la filiale Ivalis Brazil.

L'amélioration des marges nettes et la meilleure maîtrise du besoin en fond de roulement sur les années fiscales 2019/2020 et 2020/2021 ont permis à Ivalis de renouer avec un cash-flow libre positif avant endettement, respectivement 2,6 m€ et 1,9 m€, après trois exercices marqués par des cash-flow libres faibles ou négatifs.

Tableau des flux de trésorerie en k€	31/03/2016 12 mois	31/03/2017 12 mois	31/03/2018 12 mois	31/03/2019 12 mois	31/03/2020 12 mois	31/03/2021 12 mois
Résultat du groupe	(1 841)	(284)	618	97	(1 372)	(312)
Dotations aux amortissements	1 545	1 176	960	1 232	1 187	1 291
Dotations aux provisions	18	(40)	179	(34)	(41)	173
Dotations aux amortissements goodwill	1 227	1 227	1 180	1 039	1 039	1 039
Intérêts minoritaires	(1)	(1)	1	1	(2)	(2)
Reprises sur amortissements et provisions	-	(13)	-	(0)	-	-
Prix de cession des éléments d'actif cédés	(5)	(25)	(66)	(72)	(79)	(36)
Variation de l'impôt différé	66	(105)	26	96	544	837
CAF	1 007	1 936	2 898	2 357	1 276	2 988
Variation du BFR	2 485	(1 055)	(1 290)	(2 427)	1 989	(423)
Stocks et encours	4	30	(32)	(23)	(23)	(24)
Créances clients	(124)	(2 784)	(1 559)	(1 453)	5 241	(1 924)
Autres créances	663	58	(2 569)	(298)	2 104	916
Dettes fournisseurs	100	3 667	617	(268)	(2 390)	(189)
Autres dettes	1 842	(2 026)	2 253	(385)	(2 943)	798
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(1 885)	(1 759)	(1 152)	(1 573)	(775)	(873)
Acquisitions d'immobilisations financières	(82)	(28)	(104)	(83)	(27)	(18)
Dettes sur acquisitions d'immobilisations financières	(500)	-	-	-	-	-
Cessions d'immobilisations	85	113	52	95	107	39
Réduction des autres immobilisations financières	-	-	-	-	-	215
Incidence des variations de périmètre et opérations internes	-	25	(25)	(1)	-	-
Cash flow libre avant variation de l'endettement	1 109	(793)	403	(1 630)	2 570	1 928
Remboursements d'emprunts dans l'exercice	(1 960)	(2 237)	(2 643)	(2 943)	(3 440)	(1 937)
Emprunts souscrits dans l'exercice	4 354	271	2 393	1 154	3 020	7 315
Incidence des variations de change	(36)	77	(100)	(12)	(4)	(83)
Cash flow libre pour l'actionnaire	3 466	(2 682)	53	(3 431)	2 146	7 223

3.3 Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux couvre la période mars 2022- mars 2030 et se scinde en deux périodes distinctes :

- l'horizon 2022-2024 a été établi par la direction d'Ivalis et revu par RGIS en juillet 2021 ; il concerne le périmètre Ivalis *standalone*, sans prise en compte d'éventuelles synergies avec RGIS ni de l'effet d'une sortie de la bourse sur les charges.
- l'horizon 2025-2030 a été établi par nos soins par prolongement des hypothèses du management ; il permet de modéliser la normalisation des agrégats et, dans le cas de notre scénario *best case*, de simuler l'atteinte du point mort par les filiales en perte (Italie et Brésil) .

3.3.1 Chiffre d'affaires

Les montants de chiffre d'affaires retenus dans le plan d'affaires s'appuient sur le budget à fin mars 2022, qui prévoit une croissance de plus de 7 % (effet de rattrapage à la suite de la crise sanitaire), et anticipe ensuite une croissance soutenue de respectivement 4 % et 3 %, qui peut être décomposée en :

- une augmentation des revenus en volume de 3,6 % entre fin mars 2022 et fin mars 2023, et de 2,5 % entre fin mars 2023 et fin mars 2024 ;
- une faible augmentation des prix, de 0,5 % annuellement entre fin mars 2022 et fin mars 2024.

Ces taux de croissance sont projetés uniformément pour chaque filiale du groupe.

Nous avons ensuite modélisé, pour la période de fin mars 2025 à fin mars 2029, une normalisation progressive de la croissance du chiffre d'affaires, pour atteindre 1,7 % en année normative.

3.3.2 Marges opérationnelles

De manière générale, nous constatons que le management attend une diminution des frais de personnel (qui passeraient de 72 % du chiffre d'affaires à fin mars 2021 à 70 % à fin mars 2022), malgré la fin des mesures de chômage partiel, grâce à un meilleur contrôle de la masse salariale et à un recentrage sur les filiales existantes.

Les coûts de déplacement, au contraire, sont estimés en hausse, passant de 12 % à 13,2 % du chiffre d'affaires entre fin mars 2021 et fin mars 2022 pour se rapprocher des ratios antérieurs à la crise sanitaire (14,0 % à mars 2020).

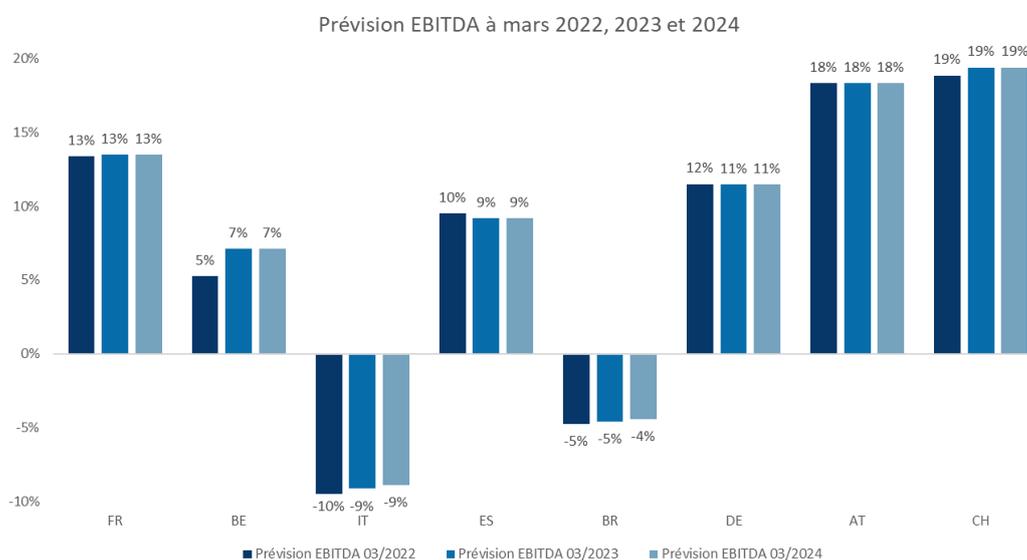
Les autres coûts sont estimés en légère augmentation, passant de 9,2 % du chiffre d'affaires en mars 2021 à 9,4 % à mars 2022.

A moyen terme, les seules charges opérationnelles en très légère diminution sont les charges de personnel (baisse de 60,8 % à 60,6 %) en raison des gains de productivité escomptés de 1,0 % en 2022-2023 et de 0,6 % en 2023-2024, presque intégralement compensés par une augmentation des salaires de 0,8 % sur l'année fiscale 2022-2023 et de 0,5 % sur 2023-2024.

Le taux de marge d'EBITDA ressort quasi constant dans la plan d'affaires, à 7,5 % du chiffre d'affaires.

Les prévisions de marge d'EBITDA à mars 2022 diffèrent entre chaque filiale, certaines générant des marges significatives (avant prise en compte des coûts de structure et de recherche et développement) comme la Suisse (19 %) et l'Autriche (18 %), d'autres générant des pertes comme le Brésil (-5 %) et l'Italie (-10 %).

Les marges par pays sont globalement stables sur la durée du plan d'affaires, hormis une légère augmentation de la marge en Belgique, et une légère diminution des pertes au Brésil et en Italie en proportion du chiffre d'affaires, le montant annuel de la perte étant stable.



Le management nous indique qu'il considère que les implantations italiennes et brésiliennes resteront en perte, au moins à moyen terme, mais que la poursuite de leur exploitation est indispensable au Groupe pour conserver ou remporter les marchés dans le cadre de l'accompagnement de ses clients à l'international. Cette situation conduisant à capitaliser à l'infini des pertes pour ces implantations, nous avons retenu deux scénarios :

- un scénario « *base case* », qui reprend les projections et les hypothèses du management ;

- **un scénario « best case »**, qui modélise, sur l’horizon du plan étendu, un retour progressif à l’équilibre des marges d’EBITDA des implantations déficitaires.

Enfin, nous avons ajusté les flux anticipés en neutralisant les frais historiques engendrés par la cotation en anticipant sur le retrait obligatoire (montant total estimé par le management aux alentours de 80 k€ annuels).

3.3.3 Investissements (capex)

Le montant de l’investissement à fin mars 2022 est constitué de coûts de maintenance (pour 0,2 m€), de développement de logiciels (pour 0,3 m€) et d’achat de scanners (pour 3,7 m€). Le management nous indique que le niveau élevé de ce dernier montant est dû à un sous-investissement au cours des dernières années. Le montant de cet investissement se normalise l’année suivante à 0,9 m€, les deux autres postes d’investissements restant constants. L’année fiscale 2023/2024 est marquée par une nouvelle diminution des investissements en scanners (0,5 m€), un maintien du niveau des investissements en développement de logiciels (0,3 m€), une augmentation des capex de maintenance (0,5 m€) et le remplacement des batteries (0,5 m€).

Nous avons prolongé ces estimations entre mars 2024 et mars 2030, en faisant l’hypothèse d’un renouvellement du parc de scanners tous les cinq ans (durée d’amortissement retenue).

3.3.4 Variation du besoin en fonds de roulement (BFR)

Nous avons simulé la progression du BFR sur la durée du plan d’affaires à partir des prévisions de variation de BFR fournies par le management, puis appliqué aux années suivantes un ratio de BFR/CA égal au niveau atteint au 31 mars 2024, soit (0,2) %. La variation de BFR qui en résulte ressort peu significative.

3.3.5 Synthèse

Nous relevons que le plan d’affaires (i) intègre des perspectives de croissance cohérentes avec la stratégie de la Société (arrêt de l’expansion internationale), (ii) permet d’atteindre un taux de marge d’EBITDA en bas de la fourchette des taux constatés sur son secteur mais supérieur aux niveaux habituellement atteints dans les comptes historiques, (iii) considère que les pertes réalisées par les implantations brésiliennes et italiennes se maintiendront, et (iv) intègre un investissement de renouvellement du parc de scanners en 2021-2022.

Ce plan d’affaires a été étendu par nos soins jusqu’en mars 2030 afin de modéliser un rattrapage de la croissance terminale, une stabilisation du besoin en fonds de roulement et considérer un scénario « best case » dans lequel les implantations déficitaires atteindraient un Ebitda à l’équilibre.

4

travaux d'évaluation

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Après avoir déterminé les éléments communs nécessaires à nos travaux d'évaluation, nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce et les avons mis en œuvre.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 Nombre de titres

A la suite de la conversion des 108 actions de préférence (ci-après les « ADP ») Ivalis encore en circulation, en cinq actions ordinaires Ivalis à la suite de l'acquisition par RGIS des participations de Kamino II et de Barberine, le capital d'Ivalis se compose de 1 310 383 actions ordinaires.

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

Le tableau suivant présente les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

Éléments de passage de la VE à la VCP (m€)	31-mars-21
Dettes financières	(13,1)
Disponibilités et équivalents	13,8
Ajustement lié à la saisonnalité de la trésorerie	(2,8)
Position financière nette	(2,1)
Provisions pour risques	(0,4)
Provisions retraite après IS	(0,1)
Provisions nettes pour impôts différés	(0,1)
Economies d'impôt	0,4
Autres éléments	(0,2)
Total	(2,2)

Ces éléments reposent sur les données bilancielle au 31 mars 2021 communiquées par le management et se décomposent de la manière suivante :

- La position financière nette est déterminée à partir des montants de dette financière et de disponibilités repris dans les comptes consolidés à fin mars 2021.
- Le niveau de trésorerie fin de période a été ajusté pour tenir compte de la saisonnalité du besoin en fonds de roulement, estimé à un niveau moyen annuel pré-COVID de 2,2 % du chiffre d'affaires par le cabinet Ernst & Young dans ses travaux de *due diligence*.
- Le montant de provisions retenu regroupe des provisions pour litige, des provisions pour engagements de retraite (nets d'IS) et des provisions nettes pour impôts différés.
- La valeur des économies d'impôts correspond au reliquat de la consommation/génération des déficits reportables anticipés pays par pays (calcul réalisé dans le cadre de l'établissement des comptes annuels de la Société)¹⁰.

¹⁰ La valeur des impôts différés actifs au titre des reports déficitaires au 31 mars 2021 s'élevait à 126,5 k€ pour le Brésil, 194,9 k€ pour l'Allemagne, 40,2 k€ pour l'Autriche et 71,9 k€ pour l'Espagne.

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour mémoire, les capitaux propres part du Groupe au 31 mars 2021 s'établissent à 2 035 k€, soit 1,55 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 1 480 % par rapport à cette valeur.

4.2.2 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Nous préférons aux deux approches mentionnées supra, le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.2.3 Méthodes de l'actif net réévalué

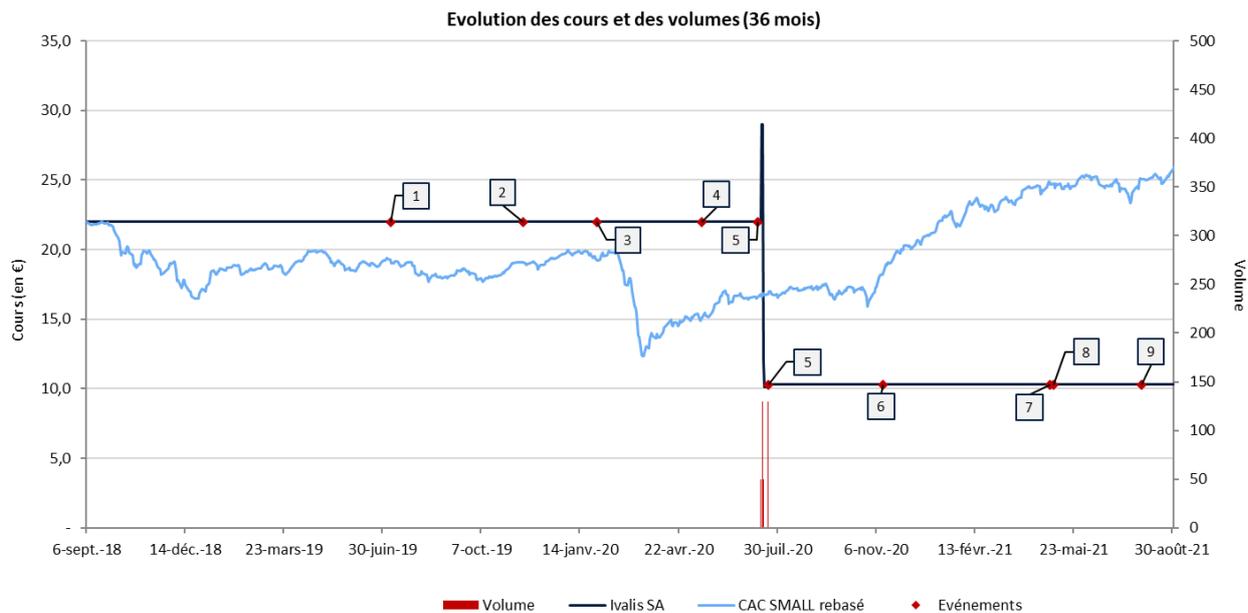
Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles.

Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.2.4 Cours de bourse

L'action Ivalis (anciennement l'Inventoriste) a été introduite en bourse le 19 mai 2004 au prix de 6,02 €. Initialement cotée sur le Marché Libre, l'action fait l'objet d'un transfert de cotation le 18 juin 2007 et est actuellement admise sur Euronext Growth Paris. Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, le CAC Small sur les 36 derniers mois¹¹ :

¹¹ Sur la base d'une analyse arrêtée au 31 août 2021.



Renvois	Dates	Evénements
1	08/07/2019	Le CA s'élève à 77,6 M€ pour l'exercice 2018-19, en hausse de 1,0% par rapport à l'exercice 2017-18. Hors effet de change, l'augmentation est de 2,6%, la dépréciation du réal brésilien vis-à-vis de l'euro ayant eu un effet défavorable de 1,6%.
2	18/11/2019	Le CA du S1 2019-2020 s'est élevé à 28,3 m€, en retrait de 3,1% par rapport au S1 2018-19. Grâce à la bonne performance réalisée au cours du T2 2019-20 (+7,4% par rapport à l'exercice précédent), le retard observé sur le T1 2019-20 a été en grande partie comblé.
3	31/01/2020	Le CA du premier semestre est en diminution à 28,3 m€, contre 29,2 m€ au S1 de l'année précédente soit une baisse de 3,1 %, ce qui s'explique essentiellement par la sous-performance en France et en Espagne et malgré un rattrapage au T2 (+7,4 % par rapport à l'exercice précédent).
4	15/05/2020	Le CA annuel s'élève à 72,9 m€ pour l'exercice 2019-20, en baisse de 6,2% par rapport à l'exercice 2018-19. L'activité a été impactée par la crise du Covid-19 et à partir de mi-mars 2020, 6 des 8 filiales opérationnelles du groupe ont été contraintes de suspendre leur activité (fermeture des commerces jugés non-essentiels). Monsieur Jesus Jara est nommé Président du directoire en date du 14 mai 2020, remplaçant Monsieur Roch Vallée qui a démissionné de ses mandats de Président du Directoire et de membre du Directoire le 5 mai 2020.
5	10/07/2020	Les revenus du groupe s'élèvent pour l'année fiscale 2020/2021 à 72,9 m€ (contre 77,7 m€ l'année précédente), pour un résultat opérationnel de 1,2 m€ (1,6 m€ l'année précédente) et une perte nette de -1,2 m€ (profit de 0,1 m€ l'année précédente). Le management estime que le groupe sera impacté par la crise sanitaire en 2020 et 2021, mais l'ampleur de l'impact sera déterminé par la force de la reprise économique.
6	21/07/2021	Dernier volume enregistré sur le cours (59 actions échangées).
7	13/11/2020	Les revenus du T2 s'élèvent à 13,1 m€ contre 14,3 m€ l'année précédente, soit une diminution de 8,9 %. Les revenus du premier semestre chutent quant à eux de 26,3 %, passant de 28,3 m€ à 20,9 m€. La fermeture de tous les magasins jugés non essentiels ont fortement pénalisé l'activité, seulement compensé par les filiales étrangères moins impactées en Allemagne, Suisse et Autriche. La reprise s'intensifiait cependant en juin.
8	29/04/2021	A la demande de la société, dans l'attente de la publication d'un communiqué de presse, la cotation des actions Ivalis est suspendue sur Euronext Growth Paris.
9	03/05/2021	RGIS Spécialistes en Inventaire, leader dans la réalisation de prestations d'inventaires et de merchandising annonce l'acquisition du contrôle d'Ivalis.
10	30/07/2021	A la demande de l'émetteur, la cotation des actions Ivalis est reprise sur Euronext Growth Paris.

Au cours des 36 derniers mois, le parcours en bourse du titre Ivalis a été caractérisé par une absence quasi-totale d'échanges (369 titres échangés au total sur la période, aucun titre échangé sur les 12 mois qui précèdent le 31 août 2021), situation qui rend la référence au cours de bourse peu pertinente. Le dernier cours de clôture disponible remonte au 21 juillet 2020 et s'établit à 10,3 €.

Nous relevons également que même les annonces successives de l'Offre publique d'achat simplifiée à un prix de 11,45 €, suivi du rehaussement de ce dernier à 24,5 €, n'ont eu aucun impact sur le cours de bourse de la Société, démontrant sa déconnexion avec la valeur réelle du Groupe.

Cette situation s'explique par la faiblesse du flottant et des volumes quotidiens échangés, comme constaté dans les statistiques présentées ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	29,00	10,10	17,05	369	0	0,03%	0,08%	0,52%
24 mois	29,00	10,10	17,05	369	1	0,03%	0,11%	0,78%
12 mois	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
6 mois	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
3 mois	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
20 jours de bours	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Spot	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0,00%	0,00%	0,00%

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

4.2.5 Approche par les objectifs de cours des analystes financiers :

La société n'étant plus suivie par les analystes financiers depuis 2013, il n'existe pas d'objectif de cours utilisable dans le cadre de notre valorisation.

4.3 Critères et méthodes retenus

4.3.1 Transactions sur le capital de la Société

Nous avons relevé quatre transactions significatives sur le capital de la Société. Trois d'entre elles sont trop anciennes pour servir de référence à nos travaux. Il s'agit des opérations suivantes :

- **Garantie de cours de 2009** : Le 23 juillet 2009, l'AMF a approuvé l'opération de garantie de cours initiée par la société Kamino visant la totalité des actions l'Inventoriste (devenue Ivalis) disponibles à un prix de 24 € par action.
- **Fusion-Absorption de Kamino par Ivalis (2014)** : A l'issue des délibérations en date du 25 février 2014 de son conseil d'administration, il a été décidé une opération de fusion-absorption inversée de Kamino par sa filiale Ivalis. Cette fusion s'est inscrite dans une démarche de rationalisation et de simplification de la structure juridique du groupe. Conformément à la réglementation en vigueur, l'apport des titres Ivalis détenus par Kamino a été réalisé à leur valeur comptable à cette date, soit 24 € par action.

- **Offre publique de retrait (2016)** : À la suite d'un franchissement du seuil de 95 % du capital pour le concert formé par les sociétés Barberine¹² et Kamino II¹³, le fonds Alto Invest, alors principal actionnaire minoritaire du Groupe, a saisi l'AMF dans un courrier du 13 avril 2016 pour demander le dépôt d'une offre publique de retrait. Dans ce contexte, la société Hawky¹⁴, agissant de concert avec les sociétés Barberine et Kamino II, a déposé une offre publique de retrait visant la totalité des actions existantes de la Société non détenues par le Concert, soit 63 790 actions de la Société, à un prix de 17,5 €.

La quatrième opération concerne la cession du contrôle d'Ivalis intervenue le 30 avril 2021. A cette date, la société RGIS a acquis auprès de Barberine et de Kamino II un total de 1 246 648 actions Ivalis représentant 95,13 % du capital social du groupe et 90,74 % des droits de vote à un prix unitaire de 11,45 € par action.

Cette transaction, envisagée plusieurs années auparavant, marque le terme d'un processus de cession engagé formellement en avril 2019. A cette date, Barberine et Kamino II ont mandaté une banque d'affaires aux fins de céder leurs participations respectives dans Ivalis. Dans ce cadre, la banque a initié plus de 50 contacts, tant avec des opérateurs industriels qu'avec des fonds d'investissement. A l'issue de cette première phase, une vingtaine d'Information Memorandum a été envoyée mais seules trois lettres d'intention ont été reçues en juin 2019, évoquant des valeurs d'entreprise comprises entre 20 et 28 m€, et jusqu'à plus de 40 m€ en intégrant d'éventuels compléments de prix. Entre juillet 2019 et janvier 2020, seuls deux des trois émetteurs des lettres d'intention ont réalisé des *due diligences* au cours desquelles l'un d'entre eux a renoncé. S'agissant du dernier candidat, après plusieurs mois de discussion son offre indicative n'a pas débouché, les différentes parties concernées n'ayant pu s'entendre sur celle-ci.

En juillet 2020, les discussions ont repris avec l'un des deux concurrents, RGIS, sur une base de valeur des capitaux propres d'Ivalis d'environ 20 m€, réduite en octobre 2020 à 15 m€. A la suite d'une seconde phase de due diligence, le prix a été confirmé, aboutissant à l'émission d'une offre ferme, acceptée par les actionnaires majoritaires le 30 avril 2021 avec la signature du SPA.

Sur la base des éléments qui nous ont été communiqués, il nous semble que cette transaction récente a été conclue entre des acteurs professionnels spécialistes du secteur à l'issue d'un processus compétitif largement ouvert, étalé sur près de deux ans. Ce dernier a abouti à la cession de la quasi-totalité du capital de la Société à un prix ferme de 11,45 € sans octroi par les cédants de garantie d'actif ou de passif. Par ailleurs, l'analyse du SPA ne présente pas d'élément, tels que des compléments de prix, des clauses d'ajustement ou des accords particuliers avec les actionnaires majoritaires, susceptible de remettre en cause le principe d'un traitement équitable des actionnaires.

Ainsi, cette transaction nous paraît constituer une référence de valeur majeure dans le cadre de l'Offre dont le prix extériorise une prime de 114 % sur le prix d'Offre.

¹² Détenue à 100% par M. Frédéric Marchal, président directeur général d'Ivalis à cette date.

¹³ Véhicule d'investissement du fonds Ekkio Capital dans Ivalis.

¹⁴ La société Hawky était détenue à hauteur de 51 % du capital et des droits de vote par Barberine et 49 % du capital et des droits de vote par le FPCI Ekkio Capital II.

Pour autant, l'écart entre le prix de la transaction et le prix d'Offre nous conduit à nous interroger sur celui-ci. Sans prétendre rationaliser précisément cet écart, certains éléments peuvent l'expliquer en partie. En premier lieu, le prix de la transaction a été fixé par RGIS en octobre 2020, en plein rebond de l'épidémie de Covid-19, dans la seule offre présentée après plus d'un an de recherche infructueuse d'un acquéreur et alors qu'Ivalis, qui délivre des prestations à un secteur du *retail* bouleversé par les changements d'habitudes des consommateurs, traverse elle-même une crise de gouvernance. Ensuite, il s'avère que les comptes de l'exercice 2020-2021 se révèlent plutôt meilleurs qu'anticipés. Le plan d'affaires utilisé dans nos travaux et ceux de la Banque tiennent compte de ce redressement qui résulte notamment de la « mise en ordre de vente » de la Société. Combiné à la volonté de l'Initiateur de ne prendre aucun risque quant à la mise en œuvre d'un processus de retrait obligatoire, le caractère optimiste¹⁵ du plan d'affaires l'a conduit à présenter un prix d'Offre de 24,50 €, très supérieur au prix de la transaction mais sans conséquences financières majeures pour l'acquéreur compte tenu du nombre d'actions visé par l'Offre.

Enfin, l'analyse du contrat de prestation de conseil et de services conclu entre RGIS et Barberine (i) à la demande de l'Initiateur, (ii) d'une durée limitée dans le temps (5 à 6 mois) et (iii) à des conditions financières cohérentes avec les compétences et l'expérience du prestataire, ne présente pas de clause susceptible de remettre en cause le principe d'un traitement équitable des actionnaires

4.3.2 Evaluation par la méthode DCF

4.3.2.1 Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2021-2023 du plan d'affaires décrit dans le §3.3 supra. Comme indiqué précédemment, nous considérons que ce plan, dit « *standalone* » (i.e. sans prise en compte de synergies issues du rapprochement avec l'Initiateur), basé sur l'approche « *bottom-up* » actualisée tous les ans par le management d'Ivalis et revu par RGIS, reflète le travail de rationalisation stratégique réalisé par la Société. Par ailleurs, son extension jusqu'au 31 mars 2030 permet de modéliser une stabilisation du business model et l'atteinte du point mort dans certaines implantations dans le cas de notre scénario *best case*. Ces prévisions ont été ajustées par nos soins pour tenir compte de l'économie potentielle de charge afférentes aux obligations spécifiques à la cotation en bourse et estimée aux alentours de 80 k€ annuels par le management.

L'incidence des différentes hypothèses retenues est présentée en analyse de sensibilité.

4.3.2.2 Flux normatifs

S'agissant du scénario *base case*, la valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,7 %, égal au taux de croissance à l'infini estimé comme la moyenne pondérée des taux d'inflation cibles prévu par le FMI¹⁶ pour les principales zones dans lesquelles opère Ivalis, pondéré par le chiffre d'affaires prévu à horizon 2024 ;

¹⁵ En ce qu'il maintient à long terme un niveau d'Ebitda d'Ivalis supérieur à ses réalisations historiques dans un marché du *retail* agité de changements structurels.

¹⁶ *World Economic Outlook* d'avril 2021.

- un taux de marge d'EBITDA cible de 7,7 %, égal au niveau atteint à l'issue de l'extension du business plan jusqu'en 2030 qui inclut des pertes récurrentes pour les implantations italiennes et brésiliennes ;
- un ratio d'investissement/ CA égal à 2,6 % du chiffre d'affaires, qui tient compte d'une annualisation des charges de renouvellement des scanners telle qu'anticipée par le management en 2021/22 et renouvelée tous les 5 ans ;
- une dotation aux amortissements estimée à partir des investissements normatifs et tenant compte du taux de croissance à l'infini et d'une durée d'amortissement estimée à 5 ans ;
- un impôt sur les sociétés estimé à 25,4 % de l'EBIT anticipé et estimé comme la moyenne pondérée des taux d'impôt sur les sociétés théoriques marginaux applicable dans chacune des implantations du Groupe pondérés par l'EBITDA anticipé dans cette zone à horizon 2023/24 ;
- une variation en besoin en fonds de roulement calculée sur la base d'un ratio BFR sur chiffre d'affaires de (0,2) % atteint à l'issue du plan du management ;

S'agissant du scénario *best case*, la valeur terminale retient des paramètres identiques à ceux du scénario *base case*, à l'exception de la marge d'EBITDA Groupe qui se trouve portée à 8,2 % par l'atteinte du point mort pour les implantations italiennes et brésiliennes.

4.3.2.3 Paramètres actuariels

Ivalis - taux d'actualisation	31-août-21	
	Hors dette	Wacc
TRI du marché actions	7,9%	7,9%
Taux sans risque	(0,2)%	(0,2)%
Prime AAA	0,1 %	0,1 %
Prime de risque MEDAF	6,0 %	6,0 %
Bêta avec levier : β_L	0,93	0,97
Prime de biais d'optimisme	1,8 %	1,8 %
Prime de risque de défaut/small cap	3,8 %	4,0 %
Coût des fonds propres :	11,2 %	11,6 %
Coût de la dette avant IS : kd		2,1 %
Taux de déductibilité des frais fin.		25,4 %
Coût de la dette (après IS) :		1,6 %
Levier cible LVE = DN / VE		6,1 %
CMPC	11,2 %	11,0 %

Nous estimons le taux d'actualisation applicable aux flux anticipés par le management dans une fourchette comprise entre 11,0 % (coût moyen pondéré du capital tenant compte d'un levier financier cible ajusté de la saisonnalité du BFR estimé à 6,1 %) et 11,2 % (coût des fonds propres à endettement nul). Cette fourchette repose sur les sources et hypothèses suivantes¹⁷ :

- **TRI du marché actions** : Taux de rendement interne implicite qui permet d'égaliser la valeur boursière de sociétés composant le marché et leurs prévisions de cash-flow libres (source : Fairness Finance) ;

¹⁷ Données arrêtées au 31 août 2021 et lissée sur trois mois.

- **Taux sans risque** : Moyenne des taux de rendement à 10 ans des emprunts d'États de la zone euro notés AA et mieux, pondérés par le poids de chaque pays dans le PIB de la zone ;
- **Prime AAA** : Écart observé à date entre le taux sans risque et les rendements à maturité des emprunts *corporate* émis en euros et notés AAA ;
- **Prime de risque MEDAF** : Prime de risque du marché actions publiée par Fairness Finance, hors primes de risque spécifiques demandées par les investisseurs pour couvrir les biais de prévisions (risque de défaut, aléa de prévision notamment) ;
- **Coefficient bêta applicable aux fonds propres** : Bêta hors dette égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur 3 ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers (cf. §4.3.3), *releveragé*¹⁸ pour tenir compte de l'hypothèse de levier cible retenue dans le CMPC ;
- **Prime de biais d'optimisme** : Prime spécifique reflétant le niveau moyen habituel exigé par les investisseurs en actions sur longue période sur l'ensemble du marché zone euro pour couvrir l'aléa de prévision sur les flux anticipés. Elle est publiée tous les mois par Fairness Finance et est estimée comme une fraction stable du TRI du marché. Cette fraction a été estimée sur une base historique à partir de la comparaison des TRI implicites estimés à partir de prévisions de l'époque et ceux calculés à partir des réalisations, une fois celles-ci connues sur une période d'au moins 5 ans¹⁹ ;
 - **Prime de taille / de défaut** : Prime de risque supplémentaire moyenne²⁰ exigée par les investisseurs pour couvrir un risque spécifique *small cap* pour une société d'une capitalisation boursière de l'ordre de 40 m€ (essentiellement un risque de défaut) ;
 - **Coût de la dette** : Taux de rendement à maturité exigé au 31 août 2021²¹ sur les marchés obligataires pour un emprunt *corporate* émis en euros avec un profil de risque comparable à celui d'Ivalis (note de risque crédit estimée à B+) et une maturité de 5 ans ;
 - **Levier cible** : Levier en valeur d'entreprise estimé sur la base du prix d'Offre et des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres détaillés § 4.1.2 supra.

Du fait de l'implantation d'Ivalis au Brésil, le calcul présenté supra aurait pu être ajusté d'une prime de risque supplémentaire permettant de couvrir le risque pays et le risque d'inflation. Compte-tenu du faible poids relatif des flux brésiliens dans le total et de l'effet compensateur de l'implantation suisse sur le risque monétaire global du Groupe, nous estimons la prime de risque totale applicable à ce titre à un niveau de 30 points de base seulement.

Nous relevons également que les flux anticipés par le management retiennent une hypothèse de maintien à long terme d'un niveau d'Ebitda d'Ivalis supérieur à ses réalisations historiques, dans un marché du *retail* agité de changements structurels. Ces hypothèses ayant été conservées dans nos travaux d'extension du plan à 2030, et

¹⁸ Formule de Hamada.

¹⁹ Statistique semestrielle observée entre 2006 et 2013 sur l'échantillon zone euro Fairness Finance.

²⁰ Source : Fairness Finance, modèle « *Advanced* ».

²¹ Source : Fairness Finance, modèle « *Advanced* ».

même améliorées dans le cas de notre scénario *best case*, la prime pour biais d'optimisme des prévisions aurait pu être ajustée afin de tenir compte d'un risque de non-réalisation supérieur à la moyenne.

Dans ce contexte, nous négligeons le risque pays/monétaire et l'aléa de prévision supérieur à la moyenne pour retenir, dans les méthodes d'évaluation développées infra, un taux d'actualisation de 11,0 %, option la plus favorable à l'actionnaire minoritaire.

4.3.2.4 Résultats de l'approche DCF

Ivalis - base case		
Valeur des capitaux propres DCF	m€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	13,6	49%
<i>Cash flow terminal</i>	3,2	
<i>Valeur terminale</i>	34,9	
Valeur présente de la valeur terminale	14,3	51%
Valeur d'entreprise	27,9	100%
Position financière nette	(2,1)	
Autres éléments	(0,2)	
Valeur des capitaux propres	25,7	
Nombre d'actions	1 310 383	
Valeur en € par action	19,61 €	

Ivalis - best case		
Valeur des capitaux propres DCF	m€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	14,0	47%
<i>Cash flow terminal</i>	3,5	
<i>Valeur terminale</i>	38,1	
Valeur présente de la valeur terminale	15,6	53%
Valeur d'entreprise	29,7	100%
Position financière nette	(2,1)	
Autres éléments	(0,2)	
Valeur des capitaux propres	27,4	
Nombre d'actions	1 310 383	
Valeur en € par action	20,92 €	

L'approche de l'actualisation des flux de trésorerie des deux scénarios considérés à un taux unique fixé à 11,0 %, extériorise une valeur du titre Ivalis compris dans une fourchette de 19,6 € à 20,9 €, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre comprise entre 17 % et 25 %.

Nous avons aussi développé plusieurs analyses de sensibilité afin de mesurer l'incidence sur la valeur des principaux paramètres d'évaluation, notamment ceux dont le niveau actuel ou prévisionnel présente une incertitude :

- **Taux d'actualisation / Taux de croissance à l'infini :**

Ivalis - base case		CMPC				
		9,01%	9,98%	10,96%	11,93%	12,91%
g [∞]	1,27%	24,57	21,45	18,96	16,93	15,24
	1,47%	25,11	21,86	19,28	17,18	15,45
	1,67%	25,68	22,28	19,61	17,44	15,66
	1,87%	26,28	22,73	19,95	17,71	15,87
	2,07%	26,91	23,20	20,31	18,00	16,10

Ivalis - best case		CMPC				
€		9,01%	9,98%	10,96%	11,93%	12,91%
g [∞]	1,27%	26,32	22,93	20,23	18,03	16,21
	1,47%	26,90	23,37	20,57	18,30	16,42
	1,67%	27,51	23,82	20,92	18,58	16,65
	1,87%	28,15	24,30	21,29	18,86	16,88
	2,07%	28,82	24,80	21,67	19,16	17,12

- Incidence de l'investissement en scanners prévu en 2021/22, réitéré tous les 5 ans et impact de l'hypothèse de ratio de variation du BFR sur variation du chiffre d'affaires :

Ivalis - base case		Variation de BFR / variation du CA normatif				
€		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Capex scanners 2021/2022	0,50	23,94	23,46	22,98	22,50	22,02
	1,29	23,10	22,62	22,14	21,66	21,17
	2,09	22,26	21,77	21,29	20,81	20,33
	2,88	21,41	20,93	20,45	19,97	19,49
	3,67	20,57	20,09	19,61	19,12	18,64

Ivalis - best case		Variation du ratio BFR / CA				
€		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Capex scanners 2021/2022	0,50	27,54	27,06	26,57	26,09	25,61
	1,29	26,12	25,64	25,16	24,68	24,20
	2,09	24,71	24,23	23,75	23,27	22,78
	2,88	23,30	22,81	22,33	21,85	21,37
	3,67	21,88	21,40	20,92	20,44	19,96

- Incidence de la marge d'EBITDA normative et d'un décalage de la croissance du chiffre d'affaires :

Ivalis - base case		Marge d'EBITDA normative				
€		6,5%	7,1%	7,7%	8,3%	8,9%
Décalage de la croissance du CA 2025-2030	(2,0)%	17,29	18,55	19,80	21,05	22,31
	(1,0)%	17,20	18,45	19,71	20,96	22,22
	-	17,10	18,35	19,61	20,86	22,11
	1,0 %	16,99	18,24	19,50	20,75	22,00
	2,0 %	16,87	18,12	19,37	20,63	21,88

Ivalis - best case		Marge d'EBITDA normative				
€		7,0%	7,6%	8,2%	8,7%	9,3%
Décalage de la croissance du CA 2025-2030	(2,0)%	18,29	19,54	20,79	22,05	23,30
	(1,0)%	18,35	19,60	20,86	22,11	23,37
	-	18,41	19,67	20,92	22,17	23,43
	1,0 %	18,47	19,73	20,98	22,24	23,49
	2,0 %	18,54	19,79	21,05	22,30	23,55

4.3.3 Evaluation par les comparables boursiers

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de 9 sociétés actives dans le domaine de l'externalisation et du service aux entreprises pour des prestations non automatisables²².

Dans un premier temps, nous avons calculé les multiples implicites extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 31 août 2021 de l'échantillon. Il en ressort les multiples suivants d'EBITDA et d'EBIT, « calendarisés » au 31 mars 2021 :

Société	VE (en M)	VE / EBITDA (x)			VE / EBIT (x)		
		mars-21	mars-22	mars-23	mars-21	mars-22	mars-23
Catering International & Services SA	68,8	4,5x	4,3x	3,9x	5,5x	5,0x	4,3x
Teleperformance SE	22 998,7	24,3x	20,0x	18,6x	40,5x	26,1x	23,6x
TTEC Holdings Inc	4 785,0	18,3x	15,8x	14,3x	22,9x	19,9x	18,1x
Christie Group plc	58,1	-	8,5x	7,1x	-	13,5x	10,4x
Rentokil Initial PLC	13 028,7	18,0x	16,6x	15,4x	28,9x	27,1x	24,6x
Lassila & Tikanoja Oyj	640,1	9,0x	7,8x	7,6x	20,6x	13,8x	12,5x
Concentrix Corp	8 192,0	14,3x	11,3x	-	17,7x	13,6x	12,2x
AJIS Co Ltd	169,0	-	-	-	4,7x	4,8x	5,4x
Atento SA	560,7	5,6x	4,4x	4,0x	10,9x	8,3x	5,8x
Moyenne = μ	5 611,2	13,4x	11,1x	10,1x	18,9x	14,7x	13,0x
Moyenne hors extrêmes = μ^*	3 920,6	13,0x	10,7x	9,7x	17,7x	14,3x	12,6x
Médiane = Me	640,1	14,3x	9,9x	7,6x	19,1x	13,6x	12,2x
Maximum	22 998,7	24,3x	20,0x	18,6x	40,5x	27,1x	24,6x
Minimum	58,1	4,5x	4,3x	3,9x	4,7x	4,8x	4,3x
Estimateur de l'écart-type = s	7 953,6	7,4x	5,8x	5,9x	12,2x	8,3x	7,6x
Coefficient de variation = Cv	1,4	0,5x	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Nb d'observations = n	9	7	8	7	8	9	9
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	ns	6,8x	4,9x	5,5x	10,2x	6,4x	5,9x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	ns	20,2x	16,0x	15,6x	29,1x	21,0x	18,9x
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	ns	6,6x	6,2x	4,7x	8,8x	8,3x	7,1x

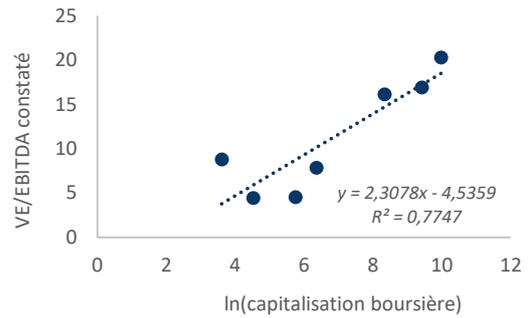
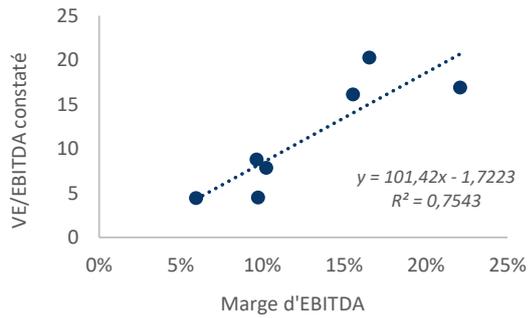
Note méthodologique : Les multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés supra ont été redressés, lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyer opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir de l'amortissement de l'actif de droit d'usage et/ou les frais financiers comptabilisés au titre de la dette de loyers.

Nous constatons que le niveau de marge anticipé en 2021 et 2022 des sociétés comparables reste très éloigné de celui anticipé par le management d'Ivalis dans son plan d'affaires (supérieurs en moyenne à 13% de marge d'EBITDA pour les comparables contre 6,8 % à 7,5 % pour la Société). Par ailleurs, la capitalisation boursière de la Société induite par le prix d'Offre de 24,5 € s'élèverait à 32,1 m€, contre 5,2 mds€ en moyenne pour les sociétés de l'échantillon.

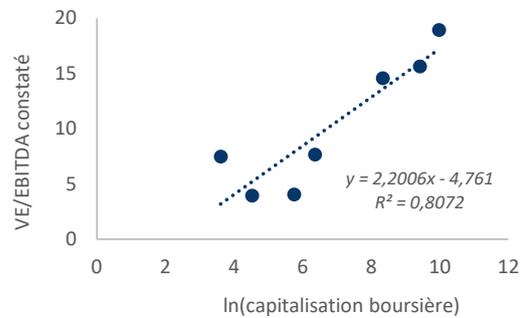
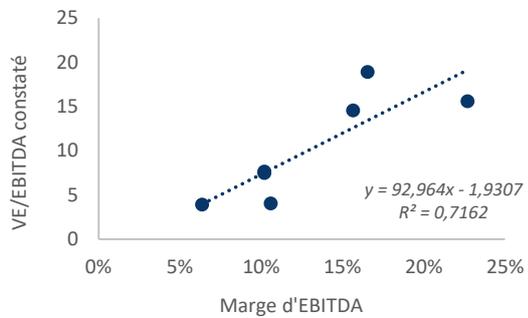
L'étude statistique de l'échantillon de comparables boursiers, développée infra, montre une forte corrélation entre ces deux paramètres et les multiples de VE/EBITDA et VE/EBIT.

²² Leurs caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.1 et 7.2

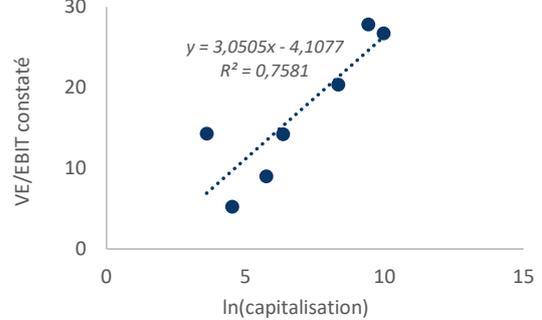
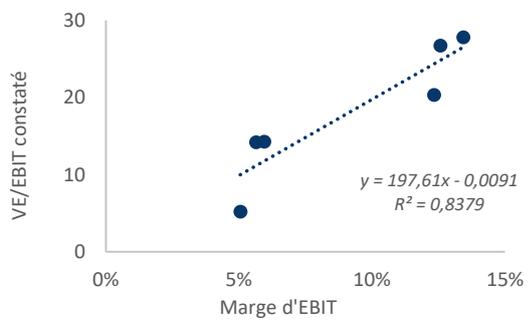
- **VE/EBITDA 2021 en fonction de la marge d'EBITDA 2021 et de la capitalisation boursière :**



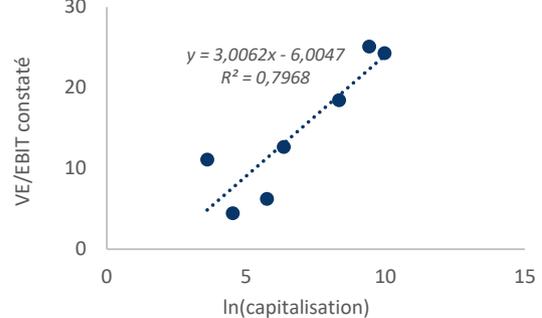
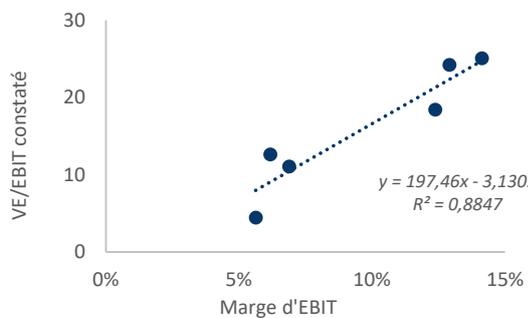
- **VE/EBITDA 2022 en fonction de la marge d'EBITDA 2022 et de la capitalisation boursière :**



- **VE/EBIT 2021 en fonction de la marge d'EBIT 2021 et de la capitalisation boursière :**



- **VE/EBIT 2022 en fonction de la marge d'EBIT 2022 et de la capitalisation boursière :**



En conséquence, nous nous sommes appuyés sur un calcul de régression multiple des ratios VE/EBITDA et de VE/EBIT par rapport à leurs marges et aux logarithmes népériens de leurs capitalisations boursières respectives. Cette approche fait ressortir des R² élevés (82 % et 83 % pour le multiple de VE/EBITDA et 87 % et 88 % pour le multiple de VE/EBIT).

L'application aux agrégats de mars 2022 et de mars 2023 issus du plan d'affaires d'Ivalis des formules de régression obtenues, fait ressortir les valeurs d'entreprise suivantes.

Ivalis m€	EBITDA			EBIT		
	31/03/2021	31/03/2022	31/03/2023	31/03/2021	31/03/2022	31/03/2023
Agrégats	4,4	5,2	5,5	3,0	3,3	3,9
Régression						
Marge d'EBITDA anticipée dans le BP	6,8%	7,6%	7,7%			
Marge d'EBITDA retenue*		7,6%	7,7%			
Marge d'EBIT anticipée dans le BP				4,6%	4,9%	5,4%
Marge d'EBIT retenue*					4,9%	5,6%
ln(capitalisation) Ivalis		3,47	3,47		3,47	3,47
ln(capitalisation) retenue		3,61	3,61		3,61	3,61
VE		22,8	18,7		29,3	23,5

* Afin de ne pas avoir à extrapoler nos résultats, nous avons retenu les valeurs minimales de l'échantillon lorsque les agrégats d'Ivalis sont inférieures aux agrégats minimum des sociétés comparables.

Nous avons parallèlement mis en œuvre une approche plus classique consistant à appliquer le multiple moyen issu de notre échantillon de sociétés comparables aux agrégats du plan d'affaires.

Bien que les sociétés sélectionnées opèrent dans un environnement proche de celui d'Ivalis, aucune de ces dernières ne présente le même mix d'activités, la même répartition géographique, la même taille ou les mêmes caractéristiques en termes de croissance ou de risque financier. En conséquence, nous avons ajusté les multiples appliqués d'une décote calculée sur la base du différentiel de coût du capital et de croissance à l'infini grâce à la formule suivante :

$$= 1 - \frac{D}{k_s - g^\infty}$$

Où \bar{k} désigne le CMPC moyen des comparables pour chaque échantillon, k_s celui de la Société et g^∞ le taux de croissance à l'infini des cash-flows. Par cette approche, le taux de décote applicable à la VE s'élève à 40 % :

Ivalis m€	EBITDA			EBIT		
	31/03/2021	31/03/2022	31/03/2023	31/03/2021	31/03/2022	31/03/2023
Agrégats	4,4	5,2	5,5	3,0	3,3	3,9
Valeur centrale						
Multiple brut	13,0 x	10,7 x	9,7 x	17,7 x	14,3 x	12,6 x
Décote de multiples	-40,1%	-40,1%	-40,1%	-40,1%	-40,1%	-40,1%
Multiple net	7,8 x	6,4 x	5,8 x	10,6 x	8,6 x	7,5 x
VE	34,1	33,6	31,9	31,4	28,7	29,3

Sur la base de ces éléments, la valeur des capitaux propres d'Ivalis s'inscrirait

- par l'application des multiples de VE/EBITDA, dans une fourchette comprise entre 17,6 € et 19,8 € par action avec une valeur centrale de 18,7 € par action ;
- par l'application des multiples de VE/EBIT, dans une fourchette comprise entre 18,2 € et 20,6 € par action avec une valeur centrale de 19,4 € par action.

Valeur des capitaux propres (m€)	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Valeur centrale	31,9	32,7	33,6	28,7	29,0	29,3
Régression	18,7	20,7	22,8	23,5	26,4	29,3
Valeur d'entreprise retenue	25,3	26,7	28,2	26,1	27,7	29,3
Position financière nette	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Autres éléments	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Valeur des capitaux propres	23	24	26	24	25	27
Nombre d'actions (dilué)	1 310 383	1 310 383	1 310 383	1 310 383	1 310 383	1 310 383
Valeur en € par action	17,58 €	18,69 €	19,79 €	18,22 €	19,44 €	20,65 €

Le prix d'Offre de 24,5 € ferait ainsi ressortir une prime de 31 % sur la valeur centrale issue du multiple de VE/EBITDA, et de 26 % sur celle issue du multiple de VE/EBIT.

Compte-tenu des biais introduits par l'échantillon hétérogène n'intégrant que deux sociétés réalisant des inventaires (dont une basée au Japon et suivie par un unique analyste financier) qui ne sont pas totalement compensés par les retraitements importants détaillés supra, nous ne retenons cette méthode qu'à titre secondaire.

4.3.4 Evaluation par les transactions comparables

Nous avons sélectionné un échantillon de quatorze transactions depuis fin 2016 portant sur des sociétés actives dans le secteur de l'externalisation et du service aux entreprises pour des prestations non automatisables.

Il en ressort les multiples d'EBITDA et d'EBIT suivants :

en k€	EBITDA			EBIT		
	31/03/2021	31/03/2022	31/03/2023	31/03/2021	31/03/2022	31/03/2023
Agrégats	4,4	5,2	5,5	3,0	3,3	3,9
Service aux entreprises						
Multiple brut	9,9 x	8,0 x	7,4 x	16,3 x	12,6 x	11,1 x
Variation multiples boursiers		-19,5%	-7,4%		-22,8%	-11,6%
Décote de multiples	-26,4%	-26,4%	-26,4%	-26,4%	-26,4%	-26,4%
Multiple net	7,3 x	5,9 x	5,4 x	12,0 x	9,3 x	8,2 x
VE	32,0	30,8	30,0	35,6	31,1	32,0

Notes méthodologiques : Les multiples de transaction relevés ont été appliqués à l'année courante. Pour tenir compte du développement anticipé dans le plan d'affaires, nous avons extrapolé ces multiples en leur appliquant une variation identique à celle observée sur les multiples boursiers (ligne variation des multiples boursiers dans le tableau supra). De la même façon que pour l'approche par les comparables boursiers, nous avons tenu compte du différentiel de taux d'actualisation (effet taille notamment) et de croissance terminale (différentiel d'inflation anticipé) entre l'échantillon de transactions comparables et la Société (ligne décote de multiples présentée dans le tableau supra).

Sur la base de ces éléments, la valeur d'une action Ivalis par l'application d'un multiple de VE/EBITDA s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 21,2 € et 22,7 € avec une valeur centrale de l'échantillon de 21,9 €. L'application du multiple de VE/EBIT aboutirait à une fourchette comprise entre 22,0 € et 25,5 € avec une valeur centrale de 23,7 €, comme détaillé dans le tableau ci-après :

Valeur des capitaux propres (m€)	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Valeur d'entreprise retenue	30,0	31,0	32,0	31,1	33,4	35,6
Position financière nette	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Autres éléments	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Valeur des capitaux propres	27,7	28,7	29,7	28,9	31,1	33,4
Nombre d'actions (dilué)	1 310 383	1 310 383	1 310 383	1 310 383	1 310 383	1 310 383
Valeur en € par action	21,17 €	21,93 €	22,69 €	22,02 €	23,74 €	25,46 €

Le prix d'Offre de 24,50 € fait ainsi ressortir une prime de 12 % sur la valeur centrale obtenue par l'application du multiple de VE/EBITDA aux EBITDA 2021 à 2023, et une prime de 3 % sur la valeur centrale obtenue par l'application du multiple de VE/EBIT aux EBIT 2021 et 2023.

S'agissant des transactions, il convient toutefois de relever que les opérations retenues portent sur une majorité du capital de la cible, par conséquent, les prix offerts à l'occasion de ces transactions intègrent très probablement une prime de contrôle ; ainsi, les multiples calculés auraient pu être décotés dans une fourchette de 20 % à 30 %. Par ailleurs, les transactions retenues ne peuvent être considérées véritablement comparables en termes de *business model*, de marges et de croissance. Enfin, en l'absence d'informations précises et/ou vérifiées, la distinction entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres est parfois impossible à effectuer, ce qui peut biaiser les résultats obtenus de manière significative.

Dans ce contexte, nous ne retenons donc cette méthode qu'à titre secondaire.

5

analyse critique des travaux de l'Évaluateur

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Invest Securities, (ci-après, la « Banque » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

La Banque et nous-mêmes avons utilisé les mêmes références de valorisation et méthodes d'évaluation.

Les valeurs centrales et les hauts de fourchette auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Ivalis Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)					
		Banque			BM&A		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
DCF	Best case	20,83	23,40	26,52	18,30	20,92	24,30
	Base case				17,18	19,61	22,73
Comparables boursiers	xEBITDA	nc	nc	nc	17,58	18,69	19,79
	xEBIT	16,11	20,79	25,23	18,22	19,44	20,65
Comparables transactionnels	xEBITDA	7,51	22,78	51,13	21,17	21,93	22,69
	xEBIT	nc	nc	nc	22,02	23,74	25,46
Transaction récente sur le capital	Acquisition RGIS		11,45			11,45	
Actifnet comptable	31/03/2021		1,55			1,55	
	31/03/2020		nc			1,82	

En premier lieu, il convient de noter que la Banque et nous-mêmes avons mis en œuvre des références et méthodes d'évaluation comparables. La transaction avec RGIS est retenue par nous comme par la Banque à titre principal et ne présente naturellement pas de différence. Comme pour nos travaux, la référence au cours de bourse est présentée à titre indicatif, mais non retenue car non pertinente du fait de l'absence de volumes à la fois récents et significatifs.

La mise en œuvre des méthodes d'évaluation, DCF et comparables, aboutit à des écarts entre nos travaux respectifs qui sont analysés dans les développements ci-après.

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres en circulation

La Banque retient un nombre de titres post conversion des ADP identique au nôtre. Cette référence n'appelle donc pas de commentaire de notre part.

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

Eléments de passage de la VE à la VCP (m€)			
	Banque	BM&A	Ecart
Dette financière	(13,1)	(13,1)	-
Disponibilités et équivalents	13,8	13,8	-
Ajustement lié à la saisonnalité de la trésorerie	(4,5)	(2,8)	1,6
Position financière nette	(3,7)	(2,1)	1,6
Provisions pour risques	(0,5)	(0,5)	-
Provisions retraite après IS	(0,1)	(0,1)	-
Immobilisation financières	0,4	-	(0,4)
Economies d'impôt	0,4	0,4	0,0
Autres éléments	0,2	(0,2)	(0,3)
Total	(3,5)	(2,2)	1,3

Les éléments de passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des fonds propres retenus par l'Évaluateur diffèrent de ceux que nous avons déterminé sur les points suivants :

- La Banque ajuste, comme nous, l'effet de la saisonnalité du besoin en fonds de roulement. Elle estime toutefois l'ajustement à appliquer à partir de l'écart moyen entre le niveau de la dette nette trimestrielle sur les deux derniers exercices par rapport au niveau inscrit dans les comptes alors que nous nous sommes appuyés sur le ratio BFR ajusté sur chiffre d'affaires trimestriel moyen constaté pré-COVID dans les travaux de *due diligence* réalisés par le cabinet Ernst & Young.
- L'Évaluateur retient des actifs financiers pour un montant de 0,35 m€. Ces actifs étant constitués de dépôt et cautionnements, nous avons considérés qu'ils étaient nécessaires à l'activité et ne les avons pas retenus dans notre approche.

5.2 Méthode DCF

5.2.1 Estimation des flux de cash-flow libres :

Nos travaux, comme ceux de la Banque, ont utilisé le plan d'affaires communiqué par le management de la Société, étendu jusqu'au 31 mars 2030. Les flux ainsi modélisés diffèrent de ceux que nous avons retenus sur les points suivants :

- L'Évaluateur modélise une réduction linéaire de la croissance du chiffre d'affaires vers un niveau cible égal à son taux de croissance à l'infini soit 1,0 %. Nous réalisons pour notre part une réduction similaire, mais vers un niveau cible de 1,7 % (cf. §4.3.2.2 supra) ;
- la Banque modélise une réduction progressive de la marge d'EBITDA vers un niveau cible de 7,0 % pour tenir compte d'une croissance des charges opérationnelles légèrement supérieure à celle du chiffre d'affaires ainsi que du fait que la marge d'EBITDA historique ressort significativement inférieure à celle prévue dans le plan du management (aux alentours de 4 % sur 2014-21 contre 7,5 % en 2021-24). Nous avons tenu compte de l'éventuel caractère volontariste des prévisions du management dans le taux d'actualisation, via une prime de biais d'optimisme, et avons maintenu et prolongé les prévisions du management jusqu'en année normative ;
- s'agissant des investissements, l'Évaluateur reprend les prévisions du management sur l'horizon des flux anticipés mais modélise ensuite un rattrapage linéaire d'un niveau d'investissements

cible de 2,0 m€ tenant compte indirectement²³ d'une annualisation du renouvellement des scanners anticipé en 2021/22. Nous avons, pour notre part, modélisé des investissements de renouvellement des scanners avec une périodicité de cinq ans et ceux-ci apparaissent donc à la fois dans l'horizon du plan étendu que nous avons construit et dans le niveau normatif retenu en année terminale.

- l'Évaluateur retient des prévisions de variation du besoin en fonds de roulement sur l'horizon du plan du management légèrement différentes des nôtres et aboutit, de ce fait, à un niveau de BFR sur chiffre d'affaires cible de (0,4) % alors que nous retenons (0,2) %. L'impact de cette hypothèse sur la variation de BFR et donc sur le cash-flow libre n'est pas significative.

Globalement, les flux estimés par l'Évaluateur ressortent équivalents à ceux retenus dans notre scénario *best case* et légèrement supérieurs à ceux issus de notre scénarios *base case*, avec toutefois un cash-flow terminal inférieur à celui que nous avons estimé.

5.2.2 Taux d'actualisation appliqué :

Ivalis - taux d'actualisation	31-août-21	
	Banque	BM&A
TRI du marché actions	nc	7,9%
Taux sans risque	0,0 %	(0,2)%
Prime AAA	-	0,1 %
Prime de risque MEDAF	5,5 %	6,0 %
Bêta avec levier : β_L	1,11	0,97
Prime de biais d'optimisme	-	1,8 %
Prime de risque de défaut/small cap	3,7 %	4,0 %
Coût des fonds propres :	9,8 %	11,6 %
Coût de la dette avant IS : kd	3,3 %	2,1 %
Taux de déductibilité des frais fin.	25,8 %	25,4 %
Coût de la dette (après IS) :	2,4 %	1,6 %
Levier cible LVE = DN / VE	9,9 %	6,1 %
CMPC	9,0 %	11,0 %

Les approches mises en œuvre par la Banque et nous-mêmes s'appuient toutes deux sur un coût moyen pondéré du capital et sur le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Les hypothèses qui sous-tendent la construction des taux diffèrent toutefois sur les points suivants :

- la Banque retient des références françaises s'agissant des principales hypothèses actuarielles (taux sans risque et prime de risque) alors que nous avons élargi nos références à la zone euro pour tenir compte des implantations internationales du Groupe ;
- la Banque arrête ses calculs au 27 juillet 2021 alors que nous avons réalisé les nôtres au 31 août 2021 ;
- la Banque retient une prime de risque publiée par FactSet de 5,46%, légèrement inférieure à la prime de risque MEDAF Fairness Finance zone euro que nous retenons (mais cohérente avec celle publiée pour la France qui ressort à 5,65 % à fin juillet 2021 après un lissage sur 6 mois) ;

²³ Car estimé par rapport aux investissement moyens des trois années du plan d'affaires.

- la Banque retient un bêta sectoriel endetté de 1,11 alors que nous arrivons à un bêta de 1,01. Cet écart s'explique par l'échantillon (plus réduit retenu pour l'Évaluateur), un mode d'agrégation des bêtas individuels basé sur une moyenne arithmétique et l'hypothèse de levier retenue. Nous avons recalculé le bêta de l'Évaluateur et parvenons à un bêta moyen réendetté de 1,10 à échantillon identique.
- La Banque ne tient a priori pas compte du risque de non-réalisation des flux anticipés dans le taux, option particulièrement favorable à l'actionnaire minoritaire ;
- l'Évaluateur applique une prime de risque *small caps* publiée par Duff & Phelps applicable aux sociétés d'une taille inférieure à 263 m€ logiquement légèrement inférieure à celle que nous appliquons (prime de taille publiée par Fairness Finance pour les sociétés de la zone euro d'une taille de l'ordre de 40 m€) ;
- la Banque retient un coût de la dette avant impôt de 3,25 % non sourcé, alors que nous retenons un taux théorique observé sur les marchés obligataires *corporate* euro de 2,2 % (proche du niveau implicite de 2,0 % qui ressort des comptes à fin mars 2021).
- l'Évaluateur retient un taux de déductibilité des frais financiers français de 25,8 % alors que nous avons retenu un taux composite de 25,4 % tenant compte des différentes implantations du Groupe.

Finalement, l'écart de taux entre l'approche de l'Évaluateur et la nôtre ressort à 194 points de base, essentiellement du fait de l'absence de prise en compte dans le taux du risque de non-réalisation des flux anticipés dans le business plan dans les travaux de la Banque.

5.2.3 Conclusion

L'approche retenue par l'Évaluateur le conduit à redresser l'éventuel volontarisme du plan du management directement dans les flux via une réduction de la marge d'EBITDA normative et un niveau d'investissement dans le haut de la fourchette fournie par le management. Les retraitements opérés dans les flux ne suffisent toutefois pas à compenser (i) la prime de risque pour aléa de prévision habituelle que nous avons intégré au taux d'actualisation et, (ii) le renouvellement de la flotte de scanners dont nous avons tenu compte sur l'horizon du plan étendu. Dans ce contexte, l'Évaluateur aboutit à une valeur par la méthode DCF supérieure à celle qui ressort de nos travaux.

5.3 Méthode des comparables boursiers

5.3.1 Echantillon de sociétés comparables cotées de référence

L'Évaluateur retient un échantillon assez proche de celui sur lequel reposent nos travaux, composé de neuf sociétés opérant dans le domaine de l'inventaire et des services connexes aux entreprises. Parmi ces sociétés, nous relevons toutefois que Sykes Entreprises a été acquis par Sitel Worldwide en juin 2021, ce qui nous a conduit à retirer la référence des comparables cotés pour l'intégrer à notre échantillon de transactions comparables. Nous retenons pour notre part un échantillon de 9 comparables également, Sykes et Millenium étant remplacés par Lassila & Tikanoja et Concentrix.

5.3.2 Méthodologie

L'Évaluateur a retenu des multiples de VE/EBIT médians calculés à partir des agrégats 2021, 2022 et 2023, sans prise en compte d'une décote taille qu'il considère toutefois pertinente au cas d'espèce. Nous

avons, pour notre part, retenu des multiples moyens hors extrêmes de VE/EBITDA (retraités des effets d'IFRS 16) et de VE/EBIT calculés au 31 mars 2022 et au 31 mars 2023 (le nombre de prévisions disponibles pour notre échantillon ne permettant pas le calcul des agrégats « calendarisés » au 31 mars 2024) décoté du différentiel de taux d'actualisation et de croissance (ce qui permet de corriger l'effet de la taille) et avons complété l'analyse par une approche par régression statistiques des multiples sectoriels.

5.3.3 Conclusion

Du fait des différences méthodologiques, et notamment de l'absence de correction de l'effet de la taille, la Banque parvient à une valeur centrale par les multiples légèrement supérieure à celle qui ressort de nos travaux.

5.4 Méthode des transactions comparables

L'Évaluateur retient un échantillon de 7 transactions sur des cibles opérant dans le domaine de la prestation de services d'externalisation aux entreprises ayant été réalisées entre 2016 et 2020. Nous avons pour notre part retenu un échantillon de 14 transactions portant sur cibles opérant dans le domaine de l'externalisation et du service aux entreprises pour des prestations non automatisables.

Malgré des échantillons et un mode d'agrégation différent (moyenne pour la Banque et médiane dans notre approche), le multiple de VE/EBITDA sectoriel ressort identique dans les deux approches à 9,9x.

D'un point de vue méthodologique, les approches mises en œuvre diffèrent, la Banque ayant appliqué des multiples minimum, maximum et moyen au dernier agrégat publié, alors que nous avons extrapolé les multiples de VE/EBITDA et de VE/EBIT sur les exercices 2021 et 2022 à partir de la variation observée sur les multiples de comparables boursiers et tenu compte d'une décote basée sur le différentiel de taux d'actualisation (principalement l'écart de prime *small caps*) et de croissance à l'infini.

Globalement les résultats de ces deux approches ressortent proches, avec une valeur par action de 22,8 € issue des travaux de l'Évaluateur qui se compare à une valeur par action de 21,8 € pour notre approche par le multiple de VE/EBITDA.

6

conclusion

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Ivalis SA auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extérieures par le prix de 24,5 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Ivalis Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote)
		basse	centrale	haute	
DCF	Best case	18,30	20,92	24,30	17 %
	Base case	17,18	19,61	22,73	25 %
Comparables boursiers	xEBITDA	17,58	18,69	19,79	31 %
	xEBIT	18,22	19,44	20,65	26 %
Comparables transactionnels	xEBITDA	21,17	21,93	22,69	12 %
	xEBIT	22,02	23,74	25,46	3 %
Transaction récente sur le capital	Acquisition RGIS		11,45		114 %
Actif net comptable	31/03/2021		1,55		1 478 %
	31/03/2020		1,82		1 247 %
Cours de bourse	36 mois	10,10	17,05	29,00	44 %
	24 mois	10,10	17,05	29,00	44 %
	12 mois	n.a.	10,30	n.a.	138 %
	6 mois	n.a.	10,30	n.a.	138 %
	3 mois	n.a.	10,30	n.a.	138 %
	20 jours	n.a.	10,30	n.a.	138 %
	Spot	n.a.	10,30	n.a.	138 %

Nos travaux d'évaluation se sont appuyés sur deux approches retenues à titre principal et deux approches retenues à titre secondaire, étant précisé que la référence du cours de bourse est présentée à titre indicatif en l'absence d'échanges sur le titre.

L'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) conduit à une fourchette de valeurs centrales comprises entre 19,6 et 20,9 € par action Ivalis sur lesquelles le prix d'Offre extérieorise une prime comprise entre 17 % et 25 %. Ces valeurs reposent sur des plans d'affaires (*base case* et *best case*), qui nous paraissent intégrer des hypothèses favorables aux actionnaires minoritaires, telles que le maintien à long terme d'un taux marge d'Ebitda supérieur à celui historiquement atteint par la Société (hors période Covid) ou, dans le *best case*, l'atteinte du point mort pour les filiales déficitaires, hypothèses que nous n'avons pas corrigées par une augmentation du taux d'actualisation, ce qui aurait été justifié au motif de l'accroissement du risque d'exécution du plan.

Dans la mesure où les méthodes analogiques utilisées s'appliquent à un plan qui prévoit à court terme une amélioration du taux d'Ebitda, leurs résultats convergent avec ceux issus du DCF. Cependant, nous ne retenons ces résultats qu'à titre secondaire dans la mesure où le degré de comparabilité entre les sociétés des échantillons et Ivalis nous semble faible.

Enfin, le prix de 11,45 € issu de la transaction portant sur le bloc de contrôle cédé par Barberine et Kamino II à RGIS extérieorise une prime très substantielle de 114 %. Ce prix qui constitue, de notre point de vue, une référence forte de valeur, présente toutefois un écart très important avec le prix d'Offre, constaté au bénéfice des actionnaires minoritaires.

Si ce prix de transaction ne saurait remettre en cause, bien au contraire, le caractère équitable du prix par action proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre, lequel est cohérent avec les approches intrinsèque et analogiques (en l'absence de référence à un cours de bourse), l'écart entre les deux nous a conduit à nous interroger sur celui-ci.

Selon notre analyse, la différence entre les deux prix illustre l'écart pouvant exister entre (i) un prix offert à des actionnaires majoritaires recherchant, dans une période de forte incertitude combinée à une crise de gouvernance et au terme d'un long processus de cession qui n'a retenu l'intérêt que d'un nombre restreint d'investisseurs professionnels, la liquidité de leur participation, et (ii) un prix offert ultérieurement à des actionnaires minoritaires, déterminé sur la base d'un plan d'affaires retenant des hypothèses optimistes soutenues par des réalisations en amélioration, et destiné à sécuriser la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 24,50 € par action Ivalis proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 18 octobre 2021

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal
Associé

Stéphane Marande
Senior Manager

7 |

annexes

7.1 Lettre de mission



Monsieur Pierre BEAL
BM&A Partners
11 rue de Laborde
75008 PARIS

Montigny-le-Bretonneux, le 6 septembre 2021

Objet : Confirmation de la désignation de l'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'acquisition suivie d'un retrait obligatoire sur les actions IVALIS initiée par la société RGIS SPECIALISTES EN INVENTAIRE

Cher Monsieur,

La société RGIS SPECIALISTES EN INVENTAIRE détenant 95,14% du capital social et 90,74% des droits de vote depuis le 30 avril 2021, a informé le Conseil de surveillance de la société IVALIS (la « Société ») de son intention de déposer un projet d'offre publique d'acquisition simplifiée suivi d'un retrait obligatoire sur les actions IVALIS non détenues par elle (l'« Offre »).

En application des articles 261-1, I, 1° et 261-1, II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (RG AMF), la réalisation de cette Offre requiert la désignation d'un expert indépendant, dans la mesure où la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre par l'Initiateur.

Nous vous avons indiqué souhaiter votre intervention en qualité d'expert indépendant.

Par la présente, nous avons le plaisir de vous confirmer que :

- (i) par décision du 7 juillet 2021, le Conseil de surveillance de la Société a décidé de désigner, en application des articles 261-1, I, 1° et 261-1-1 du RG AMF, le cabinet BM&A Partners, représenté par Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'expert indépendant, sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre comprenant une attestation dont la conclusion prendra la forme d'une attestation d'équité indiquant que d'un point de vue financier, les termes de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de la Société sur la base du prix proposé ;
- (ii) par décision du 4 août 2021, le Conseil de surveillance d'IVALIS a précisé que votre mission en qualité d'expert indépendant serait également réalisée en application des articles 261-1, I, 2° et 261-1, II du RG AMF ;
- (iii) par décision du 6 septembre 2021, le Conseil de surveillance d'IVALIS a également décidé que votre mission serait réalisée sur le fondement de l'article 261-1, I, 4° du RG AMF relatif aux opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée.

Les termes et modalités de cette mission seront conformes à ceux figurant dans votre proposition en date du 23 juin 2021 annexée aux présentes, qui a été acceptée par le Conseil de surveillance de la Société lors de sa réunion du 7 juillet 2021. Par ailleurs, nous vous confirmons ne pas avoir identifié de conflits d'intérêts au sens de l'article I de l'Instruction AMF DOC-2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

Nous vous prions d'agréer, Cher Monsieur, l'expression de notre considération distinguée.

Monsieur Asaf COHEN
Président du Directoire

7.2 Présentation synthétique des sociétés retenues dans l'échantillon de comparables boursiers

Société	Devise de référence ⁽¹⁾	Clôture annuelle	CA (en M€)					TMVA 14-18
			2014	2015	2016	2017	2018	
Catering International & Services SA	EUR	31-déc.-15	284,7	272,0	248,5	260,3	284,7	0,0%
Teleperformance SE	EUR	31-déc.-15	2 758,0	3 398,0	3 603,8	4 192,4	4 442,4	12,7%
Convergys Corp	EUR	31-déc.-15	2 505,9	2 678,2	2 675,8	2 823,6	2 861,1	3,4%
TeleTech Holdings Inc	EUR	31-déc.-15	1 093,0	1 158,8	1 152,8	1 207,6	1 221,4	2,8%
Christie Group plc	EUR	31-déc.-15	84,2	79,8	81,6	95,3	87,5	1,0%
Rentokil Initial PLC	EUR	31-déc.-15	2 400,1	2 228,4	2 420,2	2 603,8	2 714,8	3,1%
Lassila & Tikanoja Oyj	EUR	31-déc.-15	639,7	646,3	659,2	675,2	695,6	2,1%

Source : Thomson Reuters et consensus des analystes financiers

(1) Données converties en €

Société	EBITDA (en M€)					Marge d'EBITDA				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Catering International & Services SA	21,0	14,1	12,0	14,9	16,3	7,4%	5,2%	4,8%	5,7%	5,7%
Teleperformance SE	361,0	492,0	537,3	695,7	740,2	13,1%	14,5%	14,9%	16,6%	16,7%
Convergys Corp	313,2	340,4	351,5	375,0	381,0	12,5%	12,7%	13,1%	13,3%	13,3%
TeleTech Holdings Inc	143,2	156,0	157,6	166,8	169,2	13,1%	13,5%	13,7%	13,8%	13,8%
Christie Group plc	-	5,4	3,6	6,0	4,8	0,0%	6,8%	4,4%	6,3%	5,5%
Rentokil Initial PLC	614,9	513,8	543,1	592,0	628,5	25,6%	23,1%	22,4%	22,7%	23,2%
Lassila & Tikanoja Oyj	94,0	89,9	91,7	96,2	99,3	14,7%	13,9%	13,9%	14,2%	14,3%

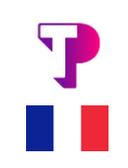
Source : Thomson Reuters et consensus des analystes financiers

Société	EBIT (en M€)					Marge d'EBIT				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Catering International & Services SA	17,9	10,6	8,1	10,9	13,5	6,3%	3,9%	3,3%	4,2%	4,7%
Teleperformance SE	237,0	308,0	372,9	505,1	549,6	8,6%	9,1%	10,3%	12,0%	12,4%
Convergys Corp	206,4	228,6	236,0	242,4	244,0	8,2%	8,5%	8,8%	8,6%	8,5%
TeleTech Holdings Inc	93,4	90,1	96,5	106,4	109,0	8,5%	7,8%	8,4%	8,8%	8,9%
Christie Group plc	5,1	4,7	2,4	4,8	6,0	6,1%	5,9%	2,9%	5,0%	6,8%
Rentokil Initial PLC	343,4	295,1	310,0	347,5	374,1	14,3%	13,2%	12,8%	13,3%	13,8%
Lassila & Tikanoja Oyj	53,8	49,9	52,0	55,7	58,4	8,4%	7,7%	7,9%	8,2%	8,4%

Source : Thomson Reuters et consensus des analystes financiers

7.3 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers

Société	Description
 <small>Integrator Life Support Services</small>	<p>- Catering International Services (CIS) est spécialisé dans les prestations de restauration, d'hôtellerie et de logistique en milieux hostiles.</p> <p>- Le groupe prépare et distribue des repas, assure l'hébergement du personnel et l'entretien ménager, approvisionne les sites en produits alimentaires et prend en charge le transport et stockage des marchandises. Il propose aussi des prestations d'ingénierie; de maintenance, de sécurité, d'assistance médicale, etc.</p>
 	<p>- Teleperformance est le n° 1 mondial des prestations de services externalisés et de conseil aux entreprises dédiés à la gestion de la relation client. Le groupe est spécialisé dans l'externalisation des centres de contacts dédiés à la gestion de la relation client.</p> <p>- A fin 2020, le groupe emploie plus de 380 000 collaborateurs répartis dans 83 pays et propose ses services en plus de 265 langues sur plus de 170 marchés.</p>
 	<p>- TTEC Holdings, Inc. est une société de technologie et de services axée sur l'expérience client.</p> <p>- Son secteur TTEC Digital conçoit, construit et fournit des solutions de cloud computing et d'expérience client omnichannel.</p> <p>- Son secteur TTEC Engage fournit les technologies, les ressources humaines, l'infrastructure et les processus nécessaires à l'acquisition, la détection/prévention de la fraude.</p>
 	<p>- Christie Group plc est une société basée au Royaume-Uni qui fournit un portefeuille de services professionnels pour les secteurs de l'hôtellerie, des loisirs, de la santé, de la médecine, de la garde d'enfants et de l'éducation, et de la vente au détail</p> <p>- Le segment Stock & Inventory Systems & Service couvre le contrôle des stocks, les services de gestion des stocks et fournit des logiciels aux secteurs des loisirs et de l'hôtellerie.</p>
 	<p>- Rentokil Initial figure parmi les 1ers prestataires mondiaux de services généraux destinés aux entreprises.</p> <p>- La société emploie environ 45 000 salariés.</p>
 	<p>- Lassila & Tikanoja Oyj (L&T) est axé sur la fourniture de services de soutien à l'environnement, aux propriétés et aux usines.</p> <p>- Ses services d'assistance comprennent des services de nettoyage et de gestion immobilière.</p>
 	<p>- Concentrix Corporation est un fournisseur de solutions technologiques d'expérience client (CX).</p> <p>- Les solutions de la société facilitent la communication entre ses clients et leurs clients, fournissent des analyses et une optimisation des processus, et soutiennent les opérations centrées sur le client et le traitement de back-office</p>
 	<p>- Atento S.A. est un fournisseur de services et de solutions de gestion de la relation client et d'externalisation des processus d'affaires (CRM BPO) en Amérique latine.</p> <p>- La société propose un portefeuille de services CRM BPO, comprenant le service clientèle, la vente, le recouvrement, le back-office et le support technique.</p>
 	<p>- AJIS CO.,LTD. est une société basée au Japon, principalement active dans les services d'inventaire physique et les services de soutien au détail.</p> <p>- Nombre d'employés : 845 personnes.</p>

Société	Agrégats	Société	
		Par segment	Par géographie
 <p>CIS Intégration des Services de Support</p>	<p>Capitalisation 102,0 m€</p> <p>CA 2021 259,0 m€</p> <p>%EBITDA 2021 5,7%</p> <p>%EBIT 2021 4,9%</p> <p>EV/EBITDA 2021 5,2x</p> <p>EV/EBIT 2021 6,1x</p>	<p>100%</p> <p>Catering, Hotel, Facility Management and Support Services</p>	<p>4%</p> <p>4%</p> <p>30%</p> <p>53%</p> <p>Africa</p> <p>Eurasia</p> <p>Americas</p> <p>Middle East / Oceania</p>
	<p>Capitalisation 9 146,3 m€</p> <p>CA 2021 6 629,4 m€</p> <p>%EBITDA 2021 16,6%</p> <p>%EBIT 2021 12,3%</p> <p>EV/EBITDA 2021 18,7x</p> <p>EV/EBIT 2021 25,4x</p>	<p>11%</p> <p>89%</p> <p>Core Services & Digital Integrated Business Services</p> <p>Specialized Services</p>	<p>8%</p> <p>11%</p> <p>23%</p> <p>31%</p> <p>27%</p> <p>English-speaking & Asia Pacific</p> <p>Iberico- Latin America</p> <p>Continental Europe & MEA</p> <p>North America</p>
	<p>Capitalisation 4 106,0 m€</p> <p>CA 2021 1 824,0 m€</p> <p>%EBITDA 2021 15,0%</p> <p>%EBIT 2021 11,8%</p> <p>EV/EBITDA 2021 17,2x</p> <p>EV/EBIT 2021 21,9x</p>	<p>16%</p> <p>84%</p> <p>TTEC Engage</p> <p>TTEC Digital</p>	<p>9%</p> <p>5%</p> <p>18%</p> <p>69%</p> <p>United States</p> <p>Philippines</p> <p>Latin America</p> <p>Other</p>
	<p>Capitalisation 56,1 m€</p> <p>CA 2021 68,3 m€</p> <p>%EBITDA 2021 9,7%</p> <p>%EBIT 2021 6,0%</p> <p>EV/EBITDA 2021 8,1x</p> <p>EV/EBIT 2021 13,2x</p>	<p>38%</p> <p>62%</p> <p>Professional and Financial Services</p> <p>Stock and Inventory Systems and Services</p>	<p>100%</p> <p>Europe</p>
	<p>Capitalisation 10 983,7 m€</p> <p>CA 2021 3 411,4 m€</p> <p>%EBITDA 2021 22,0%</p> <p>%EBIT 2021 13,1%</p> <p>EV/EBITDA 2021 15,4x</p> <p>EV/EBIT 2021 25,9x</p>	<p>13%</p> <p>26%</p> <p>61%</p> <p>Pest Control</p> <p>Hygiene</p> <p>Protect & Enhance</p>	<p>10%</p> <p>5%</p> <p>6%</p> <p>9%</p> <p>10%</p> <p>11%</p> <p>44%</p> <p>North America</p> <p>France</p> <p>United Kingdom & Ireland</p> <p>Asia</p>
	<p>Capitalisation 577,9 m€</p> <p>CA 2021 778,3 m€</p> <p>%EBITDA 2021 10,1%</p> <p>%EBIT 2021 5,7%</p> <p>EV/EBITDA 2021 8,1x</p> <p>EV/EBIT 2021 14,3x</p>	<p>12%</p> <p>39%</p> <p>48%</p> <p>Facility Services</p> <p>Environmental Services</p> <p>Industrial Services</p>	<p>2%</p> <p>98%</p> <p>Finland</p> <p>Other Countries</p>
	<p>Capitalisation 7 360,0 m€</p> <p>CA 2021 4 101,5 m€</p> <p>%EBITDA 2021 14,0%</p> <p>%EBIT 2021 11,3%</p> <p>EV/EBITDA 2021 14,3x</p> <p>EV/EBIT 2021 17,7x</p>	<p>19%</p> <p>81%</p> <p>Technology Solutions</p> <p>Concentrix</p>	<p>34%</p> <p>66%</p> <p>United States</p> <p>Others</p>
	<p>Capitalisation 314,3 m€</p> <p>CA 2021 1 194,7 m€</p> <p>%EBITDA 2021 8,4%</p> <p>%EBIT 2021 4,3%</p> <p>EV/EBITDA 2021 5,6x</p> <p>EV/EBIT 2021 10,9x</p>	<p>100%</p> <p>Customer Relationship Management Services</p>	<p>4%</p> <p>4%</p> <p>5%</p> <p>6%</p> <p>11%</p> <p>17%</p> <p>43%</p> <p>Brazil</p> <p>Spain</p> <p>Mexico</p> <p>Peru</p> <p>Chile</p> <p>Colombia</p> <p>Argentina</p> <p>United States</p> <p>Others</p>
	<p>Capitalisation 289,0 m€</p> <p>CA 2021 241,1 m€</p> <p>%EBITDA 2021 nd</p> <p>%EBIT 2021 15,0%</p> <p>EV/EBITDA 2021 nd</p> <p>EV/EBIT 2021 4,7x</p>	<p>8%</p> <p>9%</p> <p>15%</p> <p>17%</p> <p>20%</p> <p>30%</p> <p>Technology</p> <p>Communication</p> <p>Retail, Travel</p> <p>Banking/Insurance</p> <p>Other</p> <p>Healthcare</p>	<p>22%</p> <p>18%</p> <p>9%</p> <p>7%</p> <p>44%</p> <p>United States</p> <p>Philippines</p> <p>Great Britain</p> <p>India</p> <p>Others</p>

7.4 *Echantillon de transactions comparables*

Cible	Localisation	Acquéreur	Activité de la cible	Date d'annonce	% du capital acquis	Montant du deal (EUR)	VE / EBITDA retenu	VE / EBIT retenu
Sykes Enterprises Inc	Etats-Unis	SITEL Worldwide Corp	Fourniture de solutions et services externalisés de gestion des contacts clients dans le domaine de l'externalisation des processus métier.	18-juin-21	100,0%	1 864,8	10,8x	16,1x
Ecoclean Services (VDFIN)	France	Alliance Entreprendre	Services de nettoyage des locaux d'entreprise, de travaux, d'espaces verts et d'assistance Services Généraux.	22-juil.-20	100,0%	41,0	6,1x	na
Agence Générale de Nettoyage (AGN)	France	PVO Multiservices	Services d'entretien et des services associés.	26-mars-19	100,0%	2,7	7,9x	na
Mitie Pest Control Ltd	Royaume-Uni	Rentokil Initial PLC	Fourniture de services de lutte contre les insectes et animaux nuisibles.	1-oct.-18	100,0%	44,9	16,9x	19,6x
Servest Ltd	Royaume-Uni	ATALIAN International SAS	Fourniture de services de gestion des locaux (nettoyage, services techniques, etc.).	6-avr.-18	100,0%	617,8	34,3x	ns
Elite Miljø	Danemark	Coor Service Management Holding	Fourniture de services de nettoyage aux commerces et ménages.	10-janv.-18	100,0%	34,1	na	11,0x
Noonan Services Group Ltd	Irlande	The Bidvest Group Ltd	Fourniture de services de gestion des locaux (nettoyage, services techniques, lutte contre les nuisibles, etc.).	31-juil.-17	100,0%	175,0	14,5x	18,1x
Berendsen PLC	Royaume-Uni	Elis SA	Fourniture de services de blanchisserie industrielle.	18-mai-17	100,0%	2 470,5	7,1x	16,6x
Compania Navarra de Servicios Integrales	Royaume-Uni	Elis	Fourniture de services de blanchisserie pour l'hôtellerie principalement.	21-déc.-16	100,0%	170,0	7,0x	12,5x
ADM Value	France	Tessi	Outsourcing de la relation client, traitement multi-canal des contacts entrants et sortants et des opérations de back-office.	31-juil.-19	100,0%	114,0	na	10,3x
Sellbytel	Allemagne	Webhelp	Sous-traitance dans les domaines de la vente et des services.	19-juin-18	100,0%	311,4	13,9x	23,0x
Competence Call Center GmbH (CCC)	Autriche	Private Group led by Ardian	Réception d'appels pour support hotline, campagnes d'appels sortants, back office, BESTshoring.	21-nov.-17	100,0%	200,0	9,1x	na
Concentrix	Etats-Unis	Synnex	Solutions aux entreprises en matière de gestion client et de gestion de l'information (assistance technique commerciale et opérationnelle).	26-juin-18	100,0%	1 884,3	7,0x	12,5x
Credicare AS	Norvège	Melin Medical AS	Services de recouvrement des créances.	17-janv.-18	100,0%	15,6	13,9x	23,0x
Moyenne						567,6	12,4x	16,3x
Mediane						172,5	9,9x	16,3x



Audit



**Conseil et support
opérationnels**



Conseil financier



**Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers**

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763