

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE CAST INITIEE PAR LA SOCIETE FINANCIERE DA VINCI



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'**« AMF »**), l'AMF a, en application de la décision de conformité relative à la présente offre publique simplifiée en date du 27 septembre 2022, apposé le visa n° 22-399 sur la présente note en réponse. La présente note en réponse a été établie par Cast et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié *« si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes »*. Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

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

La présente note en réponse (la **« Note en Réponse »**) est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Cast (www.castsoftware.com) et mis à disposition du public sans frais au siège social de Cast, 3 Rue Marcel Allegot, 92190 Meudon.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Cast seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Table des matières

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	4
1.1 Présentation de l'Offre	4
1.2 Contexte et motifs de l'Offre	7
1.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	9
1.3.1 Apport en nature d'Actions au profit de l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche conformément au Contrat d'Acquisition	9
1.3.2 Investissements et réinvestissements de divers Investisseurs Individuels de la Société et de BDC dans l'Initiateur préalablement et concomitamment à l'Acquisition du Bloc de Contrôle	10
1.3.3 Le <i>Tender Offer Agreement</i> conclu avec la Société	11
1.3.4 Pactes d'associés conclus entre les associés de Financière Da Vinci	12
1.3.5 Mécanismes de Liquidité	13
1.3.6 Accords relatifs au financement de l'opération	14
1.3.7 Description des différents titres émis par l'Initiateur	14
1.3.8 Acquisitions d'Actions hors marché	14
1.3.9 Autres accords	14
1.4 Rappel des principaux termes de l'Offre	15
1.4.1 Principaux termes de l'Offre	15
1.4.2 Versement d'un éventuel Complément de Prix	16
1.4.3 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites et d'Options de Souscription dans le cadre de l'Offre	16
1.5 Modalités de dépôt de l'Offre	19
1.6 Procédure d'apport à l'Offre	19
1.6.1 Cession des Actions sur le marché	20
1.6.2 Apport des Actions à la procédure semi-centralisée	21
1.7 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison de la procédure semi-centralisée	21
1.8 Interventions de l'Initiateur sur les marchés des Actions pendant la période d'Offre	21
1.9 Régime fiscal de l'Offre	22
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE.....	22
2.1 Composition du Conseil d'administration et du comité <i>ad hoc</i>	22
2.2 Avis motivé du Conseil d'administration	22
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	31
4. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTODETENUES	31
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	31
6. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	33
6.1 Structure du capital de la Société	33
6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	34
6.2.1 Les restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions	34

6.2.2	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote.....	35
6.3	Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société	35
6.4	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	35
6.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	36
6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	37
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	37
6.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	37
6.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	37
6.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	38
6.9	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	43
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	43
7.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE	43
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	44

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

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2°, 234-2 et 237-1 du Règlement général de l'AMF, la société Financière Da Vinci, société par actions simplifiée au capital de 22.547.621 euros, dont le siège social est situé 3, rue Marcel Allégot - 92190 Meudon, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 913 682 399 (« **Financière Da Vinci** » ou l’« **Initiateur** ») offre irrévocablement aux actionnaires de la société CAST, société anonyme au capital de 7.325.156,80 euros, dont le siège social est situé 3, rue Marcel Allégot – 92190 Meudon, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 379 668 809 (« **CAST** » ou la « **Société** » et avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »), d’acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société (les « **Actions** »), émises ou susceptibles d’être émises à raison de l’exercice des options de souscription d’Actions attribuées par la Société et dont les principales caractéristiques sont décrites à la section 1.3.5.1 de la présente Note en Réponse (les « **Options de Souscription** ») au Prix de l’Offre, soit 7,55 euros par Action (l’« **Offre** »), auquel pourrait s’ajouter un éventuel Complément de Prix (tel que ce terme est défini dans la section 1.4.2 de la présente Note en Réponse) dans les conditions visées à la section 1.4.2 ci-dessous.

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000072894 (code mnémonique : CAS).

L’Offre fait suite au transfert au bénéfice de l’Initiateur le 21 juillet 2022 (la « **Date de Réalisation** ») :

- a) par voie de cession par la société DevFactory FZ-LLC, société de droit émirien dont le siège social est situé au Premises No. 705, Floor 07, Al Thuraya Building, Dubai, Émirats arabes unis, et dont le numéro d’identification est le 16767 (« **DevFactory** »), de 4.957.125 Actions représentant 27,09%¹ du capital social de la Société et 25,49%² des droits de vote de la Société, conformément à un contrat de cession rédigé en langue anglaise (*Share Transfer Agreement*) conclu le 19 mai 2022 et amendé le 21 juillet 2022 (le « **Contrat d’Acquisition** »),
- b) par voie de cession par la société Crédit Mutuel Equity SCR, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 28, avenue de l’Opéra – 75002 Paris, France, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 317 586 220 (« **CME** »), de 3.091.635 Actions représentant 16,90%¹ du capital social de la Société et 15,90%² des droits de vote de la Société, conformément au Contrat d’Acquisition,
- c) par voie d’apport en nature par la société Long Path Holdings 2, LP, société de droit américain de l’état du Delaware (*limited partnership*) dont le siège social est situé 1 Landmark Square, Unit 1920, Stamford, CT, 06901, États-Unis d’Amérique, et immatriculée au registre du commerce du Delaware (*Division of Corporations*) sous le numéro 6801045 (« **LPP** »), de 1.890.866 Actions représentant 10,33%¹ du capital social de la Société et 9,72%² des droits de vote de la Société, conformément au Contrat d’Acquisition,

¹ Sur la base d'un capital non dilué de 18.298.292 Actions correspondant aux Actions existantes au 31 juillet 2022 (c'est-à-dire ne comprenant pas les 516.800 Actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison de l'exercice de la totalité des 456.800 Options de Souscription et l'acquisition des 60.000 Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est décrit à la section 1.4.3.1 de la présente Note en Réponse) en circulation à au 31 juillet 2022).

² Sur la base d'un nombre total de droits de vote théoriques de 19.444.875 correspondant au nombre total des droits de vote, Actions auto détenues comprises, calculé conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF au 31 juillet 2022, et compte tenu de la perte des droits de vote double attachés aux Actions composant le bloc d'Actions cédées à raison de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

- d) par voie (i) d'apport en nature de 970.000 Actions représentant 5,30%¹ du capital social de la Société et 4,99%² des droits de vote et (ii) de cession de 757.835 Actions représentant 4,14%¹ du capital social de la Société et 3,90%² des droits de vote par Monsieur Vincent Delaroche, actuel président directeur général de la Société, directement et indirectement via la société Peekamoose, (R.C.S 915 309 629) dont il est l'unique actionnaire (« **M. Vincent Delaroche** »), conformément au Contrat d'Acquisition, étant précisé qu'aux termes du Contrat d'Acquisition, M. Vincent Delaroche s'est engagé à ce que ses enfants apportent à l'Offre les 100.000 Actions dont il leur a fait donation,
- e) par voie d'apports en nature de 556.360 Actions, représentant 3,04%¹ du capital social de la Société et 2,86% des droits de vote par certains cadres et dirigeants de la Société (les « **Investisseurs Individuels** »), en application d'un *term sheet* d'investissement rédigé en langue anglaise conclu le 18 mai 2022.

(ci-après ensemble l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** » et avec l'Offre, l'« **Opération** »).

En conséquence, conformément aux stipulations du Contrat d'Acquisition et du *term sheet* d'investissement visés ci-dessus, l'Initiateur a bénéficié des apports et des cessions d'Actions suivants :

Actionnaires	Nombre d'Actions détenues préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle	Nombre d'Actions apportées à l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle	Nombre d'Actions cédées à l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle
DevFactory FZ-LLC	4.957.125	0	4.957.125
Crédit Mutuel Equity SCR	3.091.635	0	3.091.635
Long Path Holdings 2, LP	1.890.866	1.890.866	0
Vincent Delaroche ³	1.827.835 ⁴	970.000	757.835
Investisseurs Individuels (<i>i.e.</i> certains cadres et dirigeants de la Société)	556.360	556.360	0
Total	12.323.821	3.417.226	8.806.595

L'initiateur a enfin conclu en date du 7 septembre 2022 des contrats d'acquisition avec des actionnaires minoritaires de la Société (les « **Contrats d'Acquisitions Simplifiés** ») au terme desquels il a acquis, hors marché, en application de l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF, 1.324.640 actions CAST, représentant environ 7,24% du capital de CAST. Conformément auxdits contrats d'acquisition, chaque cédant pourra bénéficier du versement éventuel du Complément de Prix de 0,30 euro par Action, dans les conditions décrites à la section 1.4.2 de la présente Note en Réponse.

³ Directement et indirectement par l'intermédiaire de Peekamoose.

⁴ Vincent Delaroche s'est engagé à ce que ses enfants apportent à l'Offre les 100.000 Actions dont il leur a fait donation.

Conformément à ce qui est exposé à la section 1.3 de la Note en Réponse, l'Acquisition du Bloc de Contrôle s'inscrit dans le cadre d'une opération de *Leveraged Management Buy-out* à laquelle M. Vincent Delaroche et les Investisseurs Individuels participent au travers des investissements réalisés par ces derniers dans la Société.

L'Offre sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation, soit à titre indicatif, du 29 septembre 2022 au 19 octobre 2022 inclus.

Les conditions et modalités de l'Acquisition du Bloc de Contrôle sont décrites à la section 1.2 de la présente Note en Réponse.

L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, en raison du franchissement par Financière Da Vinci en date du 21 juillet 2022 du seuil de 30 % du capital social et des droits de vote de la Société dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

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

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, 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 porte sur la totalité des Actions, qui sont :

- a) déjà émises, autres que les Actions Indisponibles (telles que définies ci-après), c'est-à-dire, à la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre de 4.376.417 Actions ;
- b) susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de l'exercice de 38.740 Options de Souscription, soit, à la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un maximum de 38.740 nouvelles Actions.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur

- a) les Actions détenues directement et indirectement par l'Initiateur, soit 13.548.461 Actions,
- b) les Actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, 388.014 Actions,

(ensemble les « **Actions Indisponibles** »).

Les Options de Souscription non exercables attribuées à des Investisseurs Individuels ont fait l'objet, sous certaines conditions, de mécanismes de liquidité plus amplement décrits à la section 1.3.5.1 de la présente Note en Réponse.

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de la présente Note en Réponse aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès au capital social ou à des droits de vote de la Société, immédiatement ou dans le futur.

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du Règlement général de l'AMF, étant précisé que les actionnaires qui auront opté pour la cession de leurs Actions sur le marché ne pourront en aucun cas prétendre au Complément de Prix.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du Règlement général de l'AMF, Bryan Garnier (« **Bryan, Garnier & Co** » ou l'**« Etablissement Présentateur »**) agissant en banque présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur, a déposé l'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF le 31 août 2022. L'Etablissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF. La note d'information préparée par l'Initiateur a reçu le visa de l'AMF n°22-398 en date du 27 septembre 2022 (la « **Note d'Information** »).

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur demandera 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 non apportées à l'Offre (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions non apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 7,55 euros par Action et augmentée d'un Complément de Prix de 0,30 euro par Action, nette de tous frais. Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur pourrait mettre en œuvre la procédure susvisée de Retrait Obligatoire à la clôture de l'Offre, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à la branche semi-centralisée de l'Offre, le Prix de l'Offre et le Complément de Prix de 0,30 euro par Action, dans les conditions décrites à la section 1.4.2 de la présente Note en Réponse.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

CME, LPP, M. Vincent Delaroche et DevFactory (les « **Actionnaires de Référence** ») et l'Initiateur ont conclu, après des discussions ayant également impliqué Bridgepoint SAS, société par actions simplifiée ayant son siège social au 21, avenue Kléber – 75116 Paris (France), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 380 223 313 (« **Bridgepoint** »), une promesse unilatérale d'achat en langue anglaise assortie d'un engagement d'exclusivité (la « **Promesse d'Achat** ») en date du 18 mai 2022 relative à l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur au Prix de l'Offre augmenté, le cas échéant, d'un Complément de Prix, par voie d'apport en nature et de cession.

L'entrée en négociations exclusives a été annoncée par voie de communiqué de presse publié le 18 mai 2022.

Par ailleurs, lors de sa réunion du 17 mai 2022, le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») a accueilli favorablement et à l'unanimité le principe de l'Opération et a initié un processus de sélection et de nomination d'un Expert Indépendant (tel que ce terme est défini ci-après).

Le Contrat d'Acquisition a été signé le 19 mai 2022 une fois que le comité social et économique de la Société a rendu un avis positif sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle le 18 mai 2022. Le Contrat d'Acquisition a par la suite fait l'objet d'un avenant en date du 21 juillet 2022.

Concomitamment à la conclusion du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur et la Société ont également conclu un accord de soutien à l'Offre en langue anglaise (*tender offer agreement*) (le « **TOA** »), aux termes duquel l'Initiateur s'est engagé à déposer l'Offre, et la Société s'est engagée à coopérer avec l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. Les principaux termes du TOA sont décrits à la section 1.3.3 de la présente Note en Réponse.

Conformément aux stipulations du Contrat d'Acquisition, l'Acquisition du Bloc de Contrôle était subordonnée à la levée des trois conditions suspensives suivantes :

- a) la remise par un commissaire aux apports désigné par l'Initiateur (*i.e.* Monsieur Fabrice Vidal) d'un rapport sur l'évaluation des Actions apportées à l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle précisant notamment que la valeur réelle desdites Actions apportées est égale au montant de l'augmentation de capital corrélative au sein de l'Initiateur (prime d'apport incluse) ;
- b) l'approbation par les associés de l'Initiateur, conformément au droit applicable et aux dispositions des statuts de l'Initiateur :
 - des stipulations du traité d'apport conclu entre M. Vincent Delaroche et LPP (*en qualité d'apporteurs*) et l'Initiateur (*en qualité de bénéficiaire*) à la Date de Réalisation (le « **Traité d'Apport** ») conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce ;
 - de l'émission de 7.323.500 actions ordinaires de l'Initiateur au profit de M. Vincent Delaroche en rémunération des 970.000 Actions apportées à l'Initiateur conformément aux stipulations du Traité d'Apport ;
 - de l'émission de 3.925.910 actions ordinaires de l'Initiateur, 1.784.505 actions de préférence de catégorie A de l'Initiateur et 8.565.623 obligations convertibles en actions ordinaires de l'Initiateur au profit de LPP en rémunération des 1.890.866 Actions apportées à l'Initiateur conformément aux stipulations du Traité d'Apport,
- c) la conservation par M. Vincent Delaroche d'une fonction de salarié et/ou de mandataire social de la Société ou de l'une de ses filiales à la Date de Réalisation immédiatement avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle,
(ensemble les « **Conditions Suspensives** »).

A la suite de la levée des Conditions Suspensives, l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée à la Date de Réalisation par voie :

- d'apport à l'Initiateur par M. Vincent Delaroche et LPP de 2.860.866 Actions représentant 15,63% du capital social de la Société ;
- d'apport à l'Initiateur par les Investisseurs Individuels de 556.360 Actions représentant 3,04% du capital social de la Société ; et
- de cession à l'Initiateur de (i) 4.957.125 Actions par DevFactory, représentant 27,09% du capital social de la Société, (ii) 3.091.635 Actions par CME, représentant 16,90% du capital social de la Société et (iii) 757.835 Actions par M. Vincent Delaroche, représentant 4,14% du capital social de la Société.

Les Actions acquises dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, en ce compris celles acquises par voie d'apport en nature dans le cadre des réinvestissements, l'ont été au Prix de l'Offre qui pourrait être éventuellement ajusté d'un Complément de Prix tel que décrit à la section 1.4.2, sans que le prix ne puisse jamais être supérieur au Prix de l'Offre.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, l'Initiateur détiendrait plus de 90 % du capital social et des droits de vote de la Société, lui permettant de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant cédé ou apporté leurs Actions dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, un Complément de Prix d'un montant de 0,30 euro par Action.

Il est précisé qu'hormis le mécanisme de Complément de Prix, il n'existe pas d'autre clause de complément de prix figurant dans les accords conclus dans le cadre de l'Opération.

A l'issue des différentes opérations visées ci-dessus, l'Initiateur détient à la date de la présente Note en Réponse, de manière directe 13.548.461 Actions représentant 73,98 % du capital social de la Société et 70,27 % des droits de vote théoriques⁵).

Dans un communiqué de presse du 21 juillet 2022, la Société et l'Initiateur ont annoncé la réalisation définitive de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et l'intention de l'Initiateur de mettre en œuvre la présente Offre au Prix de l'Offre.

Conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Acquisition du Bloc de Contrôle ayant fait franchir à l'Initiateur le seuil de 30 % des titres de capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 31 août 2022.

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation de son comité social et économique après la signature de la Promesse d'Achat. Le 19 mai 2022, le comité social et économique de la Société a émis un avis favorable sur l'Opération.

1.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

1.3.1 Apport en nature d'Actions au profit de l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche conformément au Contrat d'Acquisition

Conformément à ce qui est exposé à la section 1.2 de la présente Note en Réponse, et conformément au Contrat d'Acquisition, LPP et M. Vincent Delaroche ont souhaité procéder à l'apport au profit de l'Initiateur de 2.860.866 Actions pour un montant total de 21.599.538,30 euros, à la Date de Réalisation.

Ainsi, à la Date de Réalisation :

- M. Vincent Delaroche a réalisé au profit de l'Initiateur un apport en nature de 970.000 Actions, d'une valeur globale de 7.323.500 euros. En rémunération de cet apport en nature, l'Initiateur a procédé à l'émission de

⁵ Sauf indication contraire, les pourcentages de participation en capital ou en droits de vote de la Société mentionnés dans la présente Note en Réponse sont calculés sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés en tenant compte des droits de vote attachés aux actions auto-détenues, qui sont privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) de la Société à la date de la Note en Réponse, soit 18.312.892 actions et 19.279.825 droits de vote théoriques

Compte non tenu des 502.200 actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice de la totalité des 442.200 Options de Souscription et l'acquisition des 60.000 Actions Gratuites Non Acquises en circulation (tel que ce terme est décrit à la section 1.4.3.1 de la présente Note en Réponse) à la date et la présente Note en Réponse.

7.323.500 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 7.323.500 euros ; et

- b) LPP a réalisé au profit de l'Initiateur un apport en nature de 1.890.866 Actions, d'une valeur globale de 14.276.038 euros. En rémunération de cet apport en nature, l'Initiateur a procédé à l'émission de (i) 3.925.910 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 3.925.910 euros, (ii) 1.784.505 actions de préférence de catégorie A (les « **Actions A** ») d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 1.784.505 euros et (iii) 8.565.623 obligations convertibles en actions ordinaires de l'Initiateur (les « **OC** ») au prix de souscription d'un (1) euro par OC, soit un prix de souscription total de 8.565.623 euros.

1.3.2 Investissements et réinvestissements de divers Investisseurs Individuels de la Société et de BDC dans l'Initiateur préalablement et concomitamment à l'Acquisition du Bloc de Contrôle

Préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle :

- a) BDC IV FPCI, fonds professionnel de capital investissement régi par les articles L. 214-159 et suivants du Code monétaire et financier (« **BDC IV FPCI** »), géré par la société de gestion Bridgepoint et BDC IV S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, affiliée à Bridgepoint, ayant son siège social au 6B, Rue du Fort, Niedergrünewald, L-2226 Luxembourg, inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés du Luxembourg sous le numéro B253211 (« **BDC IV S.à r.l.** », ensemble avec BDC IV FPCI, « **BDC** ») ont investi dans l'Initiateur la somme globale de 96.777.031 euros :
- par la souscription de 18.294.933 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 18.294.933 euros via BDC IV FPCI et BDC IV S.à r.l. ;
 - par la souscription de 250.000 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 250.000 euros via BDC IV FPCI (la « **Réserve** »), étant précisé que la Réserve est souscrite par BDC IV FPCI en vue de procéder à la cession des actions ordinaires de l'Initiateur la composant au bénéfice d'Investisseurs Individuels actuels et/ou futurs ;
 - par la souscription de 8.315.879 Actions A de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 8.315.879 euros via BDC IV FPCI ;
 - par souscription de 39.916.219 OC au prix de souscription d'un (1) euro par OC, soit un prix de souscription total de 39.916.219 euros via BDC IV S.à r.l. ;
 - par le versement d'un montant de 30.000.000 euros au titre d'un prêt d'actionnaire (le « **Prêt d'Actionnaire** »), et
- b) BCF Europe Funding Limited, société de droit irlandais, dont le siège social est situé 32, Molesworth Street, Dublin 2, Irlande, immatriculée sous le numéro 531870 (« **Baring** ») a investi dans l'Initiateur la somme globale de 2.500.000 euros :

- par la souscription de 687.500 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 687.500 euros ;
 - par la souscription de 312.500 Actions A de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 312.500 euros ;
 - par souscription de 1.500.000 OC au prix de souscription d'un (1) euro par OC, soit un prix de souscription total de 1.500.000 euros ;
- c) les Investisseurs Individuels ont réalisé au profit de l'Initiateur un apport en nature de 556.360 Actions, d'une valeur globale de 4.200.518 euros. En rémunération de cet apport en nature, l'Initiateur a procédé à l'émission de 4.200.515 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 4.200.515 euros.

A l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, une seconde partie des Investisseurs Individuels s'est engagée à investir au sein de l'Initiateur via un apport en numéraire d'un montant total de 1.587.000 euros par la souscription de 1.587.000 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 1.587.000 euros.

Il est par ailleurs précisé que certains Investisseurs Individuels bénéficieront d'une attribution gratuite d'actions ordinaires ou d'attribution d'options émises par l'Initiateur. La totalité des actions ordinaires attribuées gratuitement par l'Initiateur représenteront 3,91 % des actions ordinaires émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (représentant un montant nominal total de 678.423 euros), étant précisé que les actions ordinaires attribuées gratuitement par l'Initiateur au titre de la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (visé à la section 1.3.5.2) représenteront 0,51 % des actions ordinaires émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (représentant un montant nominal total de 88.736 euros).

1.3.3 Le *Tender Offer Agreement* conclu avec la Société

Le 19 mai 2022, la Société et l'Initiateur ont conclu le TOA. Le TOA a pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. En particulier, le TOA prévoit notamment :

- a) un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre au prix de 7,55 euros par Action, augmenté le cas échéant du Complément de Prix d'un montant de 0,30 euro par Action,
- b) l'engagement de l'Initiateur de proposer à certains bénéficiaires d'Options de Souscription non exercables à la date de clôture de l'Offre (les « **Options de Souscriptions NE** ») et ayant la qualité d'Investisseurs Individuels, de renoncer unilatéralement à leurs Options de Souscription NE en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place (i) d'un plan d'options de souscription compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription NE résidant aux Etats-Unis et potentiellement dans un pays autre que la France) et/ou (ii) d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription NE autres que ceux résidant aux Etats-Unis et résidant principalement en France), dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain

des Options de Souscription NE annulées. Ainsi, 354.200 Options de Souscriptions NE ont vocation à terme à devenir caduques,

- c) l'engagement de l'Initiateur de proposer aux bénéficiaires, autres que les Investisseurs Individuels, d'Options de Souscriptions NE de conclure des promesses de vente et d'achat croisées portant sur la totalité (et pas moins de la totalité) des Actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Options de Souscription NE qui ne pourront pas être apportées à l'Offre (conformément aux modalités détaillées dans la section 1.3.5.1 de la présente Note en Réponse),
- d) l'engagement de l'Initiateur de proposer aux bénéficiaires (Investisseurs Individuels et autres) d'Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini dans la section 1.4.3.1 de la présente Note en Réponse) de renoncer unilatéralement à leurs Actions Gratuites Non Acquises un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur, dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des Actions Gratuites Non Acquises. Ainsi, 60.000 Actions Gratuites Non Acquises ont vocation à terme à devenir caduques au terme desdites renonciations,
- e) un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires, et
- f) plus généralement, des engagements de coopération réciproques habituels dans le cadre de l'Offre.

1.3.4 **Pactes d'associés conclus entre les associés de Financière Da Vinci**

Conformément à un *term sheet* de pacte d'associés conclu le 18 mai 2022, un pacte d'associés en langue anglaise a été conclu le 21 juillet 2022 entre notamment BDC, LPP, Baring et M. Vincent Delaroche (le « **Pacte d'Associés Principal** ») afin de régir leurs relations au niveau de l'Initiateur et des filiales qu'il contrôle (en ce compris la Société) pour une durée de 20 ans et dont les principaux termes sont résumés ci-après. Les Investisseurs Individuels ont conclu pour leur part avec BDC, LPP et Monsieur Vincent Delaroche, un pacte d'associés simplifié reprenant leurs droits et obligations au terme du Pacte d'Associés Principal (le « **Pacte d'Associés Simplifié** ») et, avec le Pacte d'Associés Principal, les « **Pactes d'Associés** »).

Seuls BDC, Monsieur Vincent Delaroche et les Investisseurs Individuels ayant des fonctions exécutives agissent de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce au titre des Pactes d'Associés qui ont vocation à assurer la stabilité du capital et de la gouvernance de la Société.

Les autres associés de Financière Da Vinci, à savoir les autres Investisseurs Individuels, Baring et LPP, n'agissent pas de concert au titre des Pactes d'Associés.

Chaque Investisseur Individuel (autre que M. Vincent Delaroche) a consenti aux terme du Pacte d'Associé Simplifié à BDC une promesse de vente liquidité (la « **Promesse de Vente Liquidité** ») que BDC pourra exercer tous les ans durant une période de trois mois à compter de la date de l'approbation annuelle des comptes consolidés de l'Initiateur par ses associés), sur tout ou partie des actions émises par l'Initiateur que détient l'Investisseur Individuel dans l'Initiateur sous réserve de l'autorisation écrite préalable du Président ou M. Vincent Delaroche, le cas échéant.

Les actions de l'Initiateur acquises par BDC dans le cadre de l'exercice de l'une des Promesses de Vente Liquidité seront achetées à une valeur de marché déterminée sur la base d'une formule. L'application de ladite formule à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître un prix supérieur au Prix de l'Offre.

Les règles de gouvernance mises en place au sein de l'Initiateur ainsi que les règles relatives aux transferts des titres émis par l'Initiateur sont détaillées aux sections I.4.8.1 et I.4.8.2 de la Note d'Information.

1.3.5 **Mécanismes de Liquidité**

1.3.5.1 Options de Souscription NE

Promesses de Vente et d'Achat relatives aux Options de Souscription NE non détenues par les Investisseurs Individuels :

L'Initiateur a conclu avec les bénéficiaires d'Options de Souscription NE (tel que ce terme est défini dans la section 1.3.3 de la présente Note en Réponse), non Investisseurs Individuels, des promesses d'achat et de vente croisées portant sur la totalité (et pas moins que la totalité) des Actions nouvelles émises à raison de l'exercice de Options de Souscription NE (les « **Promesses de Vente et d'Achat OS** »).

En cas d'exercice d'une Option de Souscription NE, le prix d'exercice par Action nouvelle émise à raison de l'exercice de ladite option sera déterminé en multipliant le chiffre d'affaires consolidé de la Société des douze derniers mois précédent le début de la période d'exercice des Options de Souscription NE (tel que ce terme est défini dans la section 1.3.3 de la présente Note en Réponse) par le multiple de chiffre d'affaires, résultant du Prix de l'Offre, et en divisant le résultat du produit par le nombre d'Actions à la Date de Réalisation (sur une base pleinement diluée).

Options de Souscription NE détenues par les Investisseurs Individuels :

L'Initiateur a proposé aux Investisseurs Individuels et bénéficiaires d'Options de Souscription NE à la date de clôture de l'Offre de renoncer unilatéralement à leurs Options de Souscription NE en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place (i) d'un plan d'options de souscription compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription NE résidant aux Etats-Unis et potentiellement dans un pays autre que la France) et (ii) d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription NE autres que ceux résidant aux Etats-Unis et résidant principalement en France), dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des Options de Souscription NE annulées. Ainsi 354.200 Options de Souscription NE ont vocation à terme à être caduques.

1.3.5.2 Actions Gratuites Non Acquises ou Non Cessibles

Actions Gratuites Non Acquises à la date de clôture de l'Offre :

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini à la section 1.4.4.1 de la présente Note en Réponse) de renoncer unilatéralement à leurs Actions Gratuites Non Acquises en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur, dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des Actions Gratuites Non Acquises caduques. Ainsi, 60.000 Actions Gratuites Non Acquises ont vocation à terme à devenir caduques.

Actions Gratuites Non Cessibles à la date des présentes :

Les Actions Gratuites dont la période de conservation n'a pas expiré à la date des présentes (les « **Actions Gratuites Non Cessibles** ») seront cessibles avant la clôture de l'Offre ou du Retrait Obligatoire, le cas échéant, selon le calendrier estimé et pourront donc être apportées à l'Offre.

1.3.6 Accords relatifs au financement de l'opération

Afin de financer l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur a également (outre les émissions visées dans la section 1.3.2 de la présente Note en Réponse) :

- conclu un crédit vendeur d'un montant total en principal de 5.000.000 euros (le « **Crédit Vendeur** ») avec DevFactory, qui s'est engagée à souscrire des obligations simples émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (les « **Obligations Crédit Vendeur** ») par compensation de créance avec ledit Crédit Vendeur, et
- émis des obligations simples de catégorie A (les « **Obligations A** ») d'un montant total en principal de 15.000.000 euros au profit de Baring.

Par ailleurs :

- le financement des sommes dues par l'Initiateur dans le cadre de la mise œuvre du Retrait Obligatoire le cas échéant, sera également partiellement assuré par le produit d'émission d'obligations simples de catégorie B1 (les « **Obligations B1** ») d'un montant total en principal de 10.000.000 euros souscrites par Baring ;
- le Crédit Vendeur sera refinancé à l'issue de l'Offre via une émission d'obligations simples de catégorie B2 (les « **Obligations B2** ») d'un montant total en principal de 5.000.000 euros souscrites par Baring.

1.3.7 Description des différents titres émis par l'Initiateur

La Section 1.4.6 de la Note d'Information présente une synthèse des principaux droits financiers et politiques attachés aux Actions A, OC, Obligations Crédit Vendeur, Obligations A, Obligations B1 et Obligations B2.

1.3.8 Acquisitions d'Actions hors marché

L'initiateur a enfin conclu, en date du 7 septembre 2022, les Contrats d'Acquisitions Simplifiés avec des actionnaires minoritaires de la Société au terme desquels il a acquis, hors marché, en application de l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF, 1.324.640 actions CAST, représentant environ 7,24% du capital de CAST.

Ces contrats ont été conclus à des conditions identiques à celles proposées aux autres actionnaires dans le cadre de l'Offre, à savoir un prix de 7,55 € par action CAST augmenté, le cas échéant, du Complément de Prix.

1.3.9 Autres accords

À l'exception des engagements et accords décrits à la présente section 1.3 et aux sections I.4.1 à I.4.10 de la Note d'Information, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

Il est par ailleurs précisé qu'aucun des mécanismes contractuels visés dans la présente Note en Réponse ou dans la Note d'Information n'est susceptible (i) de faire ressortir une clause de prix de cession garanti (à l'exception des accords conclus au Prix de l'Offre) ou (ii) de s'analyser comme un complément de prix (à l'exception du Complément de Prix).

1.3.10 Acquisitions d'Actions de la Société par l'Initiateur et les autres membres du concert au cours des douze derniers mois

Il est précisé qu'à l'exception de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition (directe ou indirecte) d'Actions au cours des douze mois précédent la Date de Réalisation.

En outre, BDC, Vincent Delaroche et certains Investisseurs Individuels appartenant au comité exécutif de la Société (*i.e.* Messieurs Alexandre Rerolle, Ernie Hu, Marc Zablit, Dejan Ivanov, Olivier Bonsignour, et Rado Nikolov) agissent de concert avec l'Initiateur et n'ont procédé à aucune acquisition d'Actions à un prix supérieur à celui de l'Offre au cours des douze derniers mois précédant la date susvisée.

1.4 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.4.1 Principaux termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Bryan, Garnier & Co, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 31 août 2022, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur l'intégralité des Actions composant le capital social de la Société non encore détenues au jour du dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants 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 7,55 euros par Action, pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

L'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, l'Initiateur détiendrait plus de 90 % du capital social et des droits de vote de la Société, lui permettant de mettre en œuvre un Retrait Obligatoire conformément aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à la branche semi-centralisée de l'Offre, le Prix de l'Offre augmenté d'un Complément de Prix d'un montant de 0,30 euro.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'ensemble des Actions émises ou susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de l'exercice des Options de Souscriptions non détenues par l'Initiateur (à l'exception des Actions Indisponibles), soit à la connaissance de la Société, un maximum de 4.415.157 Actions à la date des présentes, représentant 24,11 % du capital social de la Société.

La situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites et des bénéficiaires d'Options de Souscription dans le cadre de l'Offre, est décrite aux sections 1.4.3.1 et 1.4.3.2 de la présente Note en Réponse.

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information.

1.4.2 Versement d'un éventuel Complément de Prix

Aux termes du Contrat d'Acquisition et des Contrats d'Acquisitions Simplifiés, il est prévu que les cédants puissent bénéficier d'un complément de prix en numéraire en plus du Prix de l'Offre (le « **Complément de Prix** ») si entre la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle (*i.e.*, le 21 juillet 2022) et :

- douze mois après la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle en ce qui concerne les évènements (i) à (ii) ci-dessous,
- la date la plus tardive entre (x) six mois après la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et (y) trois mois après la date de publication par l'AMF du résultat de l'Offre en ce qui concerne l'évènement (iii) ci-dessous, et
- six mois après la publication des résultats de l'Offre par l'AMF en ce qui concerne l'évènement (iv) ci-dessous :
 - (i) l'Initiateur, agissant seul ou de concert, dépose une offre subséquente à un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre (« **l'Offre Améliorée** ») ; ou
 - (ii) l'Initiateur achète un ou plusieurs blocs d'Actions représentant au moment de cet achat (individuellement ou au total) plus de 2 % du capital social émis et en circulation de la Société, à un prix par Action de la Société supérieur au Prix d'Offre (un « **Achat de Bloc** ») ; ou
 - (iii) l'Initiateur transfère un nombre d'Actions de la Société représentant plus de 50 % du nombre total d'Actions de la Société en circulation à un prix par Action de la Société supérieur au Prix d'Offre (une « **Cession de Contrôle** ») ; ou
 - (iv) l'Initiateur, agissant seul ou de concert, atteint au terme de l'Offre les seuils de mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire.

L'Initiateur a cependant précisé dans sa Note d'Information qu'à l'exception du Retrait Obligatoire, il s'interdira de procéder à l'une quelconque des opérations susvisées.

Dans l'hypothèse d'une mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire, le Complément de Prix par Action dû par l'Initiateur à chacun des apporteurs à l'Offre semi-centralisée, serait égal à 0,30 euro par Action.

1.4.3 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites et d'Options de Souscription dans le cadre de l'Offre

1.4.3.1 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites dans le cadre de l'Offre

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Actions Gratuites.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution des Actions à la date de la présente Note en Réponse :

Plans	Plan FS1	Plan FS2	Plan FS3
Date de l'assemblée générale	7 juin 2019	7 juin 2019	7 juin 2019
Date du Conseil d'Administration / Date d'attribution	5 octobre 2020	10 septembre 2021	29 octobre 2021
Nombre total d'Actions Gratuites attribuées gratuitement	80.000	50.000	10.000
Date de l'acquisition définitive	5 avril 2022	10 septembre 2024	29 avril 2025
Fin de la période de conservation	5 octobre 2022	10 mars 2025	29 octobre 2025
Conditions de performance	Non	Non	Oui
Conditions de présence	Oui	Oui	Oui
Nombre total d'Actions en période d'acquisition	0	50.000	10.000
Nombre d'actions en période de conservation au 27 septembre 2022	80.000	0	0

Ainsi, à la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- a) un maximum de 60.000 Actions Gratuites émises dans le cadre du plan FS2 et FS3, seront encore en période d'acquisition à la date de clôture estimée de l'Offre et ne pourront pas être apportées à l'Offre, en conséquence, ces Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre (les « **Actions Gratuites Non Acquises** »), il est précisé que, tel que décrit à la section 1.3.5.2, ces Actions Gratuites Non Acquises ont vocation à terme à devenir caduques,
- b) un maximum de 80.000 Actions Gratuites émises dans la cadre du plan FS1, sont encore en période de conservation à la date de la présente Note en Réponse mais seront cessibles à la date de clôture estimée de l'Offre et pourront par conséquent être apportées à l'Offre.

Ainsi, à la connaissance de la Société à la date de la présente Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, les Actions Gratuites Non Acquises ne pourront pas être apportées à l'Offre, sauf si les périodes d'acquisition ou de conservation des Actions Gratuites, le cas échéant, expirent avant la date estimée de clôture de l'Offre (notamment dans les cas de décès ou d'invalidité d'un bénéficiaire).

1.4.3.2 Situation des bénéficiaires d'Options de Souscription dans le cadre de l'Offre

Les titulaires d'Options de Souscription attribuées par la Société pourront apporter à l'Offre les Actions qu'ils viendraient à détenir à raison de l'exercice de ces Options de Souscription pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre et que les Actions résultant de leur exercice soient cessibles en application des plans d'Options de Souscription sous-jacents.

A la date de la présente Note en Réponse, et à la connaissance de la Société :

- a) 442.200 Options de Souscription attribuées par la Société sont en vigueur, susceptibles de donner lieu à l'émission de 442.200 Actions nouvelles ;
- b) parmi ces 442.200 Options de Souscription :
 - (i) 38.740 sont exerçables, étant précisé que les Actions qui résulteraient de leur exercice seraient cessibles aux termes des plans d'Options de Souscription sous-jacents ; et
 - (ii) 403.460 ne sont pas exerçables dans le calendrier d'Offre projeté ; leurs titulaires ne pourront donc apporter à l'Offre, les Actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de ses Options de Souscription NE. Ces Options de Souscription NE sont couverts par les mécanismes de liquidité décrits à la Section 1.3.5 étant précisé que 354.200 Options de Souscription NE ont vocation à terme à devenir caduques.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans en cours relatifs aux Options de Souscription en circulation non exercées à la date de la présente Note en Réponse :

Plan	Date de l'assemblée générale	Date du conseil d'administration/date d'attribution	Nombre d'Options de Souscription en circulation	Prix d'exercice	Exerçables	Non exerçables
SO33INT	19/05/2011	30/04/2013	2 000	1,44 €	2 000	0
SO34INT	19/05/2011	22/01/2014	1 000	1,95 €	1 000	0
SO35	24/06/2014	19/01/2015	2 000	2,93 €	2 000	0
SO35INT	24/06/2014	19/01/2015	2 000	2,93 €	2 000	0
SO38	24/06/2014	02/02/2016	2 000	3,21 €	2 000	0
SO38INT	24/06/2014	02/02/2016	1 000	3,21 €	1 000	0
SO39-1	27/05/2016	18/04/2017	2 000	3,44 €	2 000	0
SO39-1INT	27/05/2016	18/04/2017	2 000	3,44 €	2 000	0
SO40	27/05/2016	30/03/2018	8 000	3,51 €	8 000	0
SO40INT	27/05/2016	30/03/2018	6 000	3,51 €	6 000	0
SO41INT	27/05/2016	26/10/2018	24 000	3,58 €	0	24 000
SO42	27/05/2016	03/05/2019	2 000	3,08 €	1 200	800
SO42INT	27/05/2016	03/05/2019	20 300	3,08 €	8 340	11 960

Plan	Date de l'assemblée générale	Date du conseil d'administration/date d'attribution	Nombre d'Options de Souscription en circulation	Prix d'exercice	Exerçables	Non exerçables
SO43	07/06/2019	13/09/2019	24 000	3,23 €	0	24 000
SO44-1	27/05/2016	30/04/2020	2 000	2,04 €	800	1 200
SO44-1INT	27/05/2016	30/04/2020	33 400	2,04 €	400	33 000
SO44-2	27/05/2016	30/04/2020	24 000	2,04 €	0	24 000
SO45-1	07/06/2019	30/04/2021	9 500	4,15 €	0	9 500
SO46-1	07/06/2019	29/10/2021	65 000	4,13 €	0	65 000
SO46-2	07/06/2019	29/10/2021	80 000	4,13 €	0	80 000
SO47	07/06/2019	26/11/2021	70 000	4,59 €	0	70 000
SO48	07/06/2019	30/01/2022	60 000	4,39 €	0	60 000

1.5 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 31 août 2022. Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé auprès de l'AMF le 8 septembre 2022 le projet de note en réponse comprenant notamment le rapport de l'expert indépendant et l'avis motivé du Conseil d'administration en application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

L'AMF a publié sur son site internet (www.amf-france.org) une décision de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité a emporté visa de la Note d'Information et de la Note en Réponse.

La Note en Réponse ainsi visée par l'AMF et les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.castsoftware.com).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.6 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période allant du 29 septembre 2022 au 19 octobre 2022 inclus. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre, étant réalisée selon la procédure simplifiée, ne pourra pas,

en application de l'article 232-3 du règlement général de l'AMF, être rouverte à la suite de la publication de son résultat définitif.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre des Actions, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Les actionnaires devront préciser s'ils optent soit (x) pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, auquel cas l'attention des actionnaires est attiré sur le fait qu'ils ne bénéficieront pas de l'éventuel Complément de Prix visé à la section 1.4.2 de la présente Note en Réponse, (y) soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, auquel cas les actionnaires pourraient bénéficier de l'éventuel Complément de Prix tel que décrit à la section 1.4.2 de la présente Note en Réponse. Les actionnaires qui apporteront leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre selon les modalités décrites aux sections ci-dessous.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront au préalable demander leur conversion au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions ont vocation à être détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de CACEIS si leurs Actions ont vocation à être détenues au nominatif pur.

Les ordres de présentation des Actions à l'Offre seront irrévocables. Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écartier, à sa seule discrétion, toute Action de la Société apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions de la Société à l'Offre devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre.

1.6.1 Cession des Actions sur le marché

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure d'apport sur le marché devront remettre leur ordre de vente irrévocable au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement interviendra au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. Société Générale, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera, pour le compte de l'Initiateur, acquéreur des Actions qui seront apportées à l'Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que seuls les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée décrite à la Section 1.6.2 ci-dessous pourront bénéficier de l'éventuel Complément de Prix et que ceux qui auront opté pour la cession de leurs Actions sur le marché n'auront pas droit à l'éventuel Complément de Prix.

1.6.2 Appart des Actions à la procédure semi-centralisée

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation.

L'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA y afférente supportés par les actionnaires qui apporteraient leurs Actions à l'Offre via la branche semi-centralisée par Euronext, dans la limite de 0,3 % (hors taxes) du montant de l'ordre avec un maximum de 150 euros (toutes taxes incluses) par dossier.

Les actionnaires qui auront opté pour cette procédure seront les seuls à bénéficier d'un éventuel Complément de Prix.

1.7 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison de la procédure semi-centralisée

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et de tous les droits qui y sont attachés, aura lieu à la date de leur inscription au compte de l'Initiateur conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier.

Tous les ordres présentés à la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre seront centralisés par Euronext Paris. Chaque intermédiaire financier teneur des comptes des Actions devra, à la date indiquée dans la notice publiée par Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles il a reçu un ordre d'apport à la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera le résultat de la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre et le communiquera à l'AMF.

L'AMF publiera ensuite le résultat de l'Offre, y compris (i) les résultats des apports d'actions à l'Offre, selon la procédure d'achat sur le marché et (ii) les résultats des apports à l'Offre Publique d'Acquisition selon la procédure semi-centralisée.

Aux fins d'éviter tout doute, toute somme due au titre de l'apport des actions à la procédure semi-centralisée ne portera pas intérêt et sera payée au jour du règlement-livraison. Le règlement en espèces dû par l'Initiateur, dans le cadre de la procédure semi-centralisée, aux actionnaires de la Société qui auront apporté leurs Actions à la procédure semi-centralisée, sera versé par l'Initiateur aux intermédiaires teneurs de comptes par l'intermédiaire d'Euronext Paris.

1.8 Interventions de l'Initiateur sur les marchés des Actions pendant la période d'Offre

L'Initiateur a indiqué se réservé 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.

Les actionnaires qui auront opté pour la cession de leurs Actions sur le marché ne pourront pas prétendre au Complément de Prix (dans l'hypothèse où les conditions de versement de ce Complément de Prix sont réunies).

1.9 Régime fiscal de l'Offre

Le régime fiscal de l'Offre est décrit à la Section II.13 de la Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE

2.1 Composition du Conseil d'administration et du comité *ad hoc*

Le Conseil d'administration de Cast est actuellement composé de sept membres comme suit :

- Bridgepoint SAS, représentée par Madame Valérie Cayla,
- Monsieur Olivier Nemsguern,
- Monsieur Thomas Moussallieh,
- Madame Marine Mezzadri,
- Monsieur Paul Camille Bentz*,
- Madame Marie David* et ;
- Monsieur Vincent Delaroche.

* Administrateurs indépendants

Conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration lors de sa délibération du 18 mai 2022, a constitué en son sein un Comité *ad hoc* composé de Monsieur Vincent Delaroche, Monsieur Paul-Camille Bentz et Madame Marie David chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration. Il est précisé que la Société n'a pas été en mesure de constituer un comité *ad hoc* composé au moins de trois membres dont une majorité d'indépendants.

2.2 Avis motivé du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, les membres du comité *ad hoc* se sont réunis le 7 septembre 2022 à l'effet d'examiner l'Offre et de préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis ce même jour sur convocation et sous la présidence de Monsieur Vincent Delaroche, président du Conseil d'administration, à l'effet de rendre un avis motivé sur la base du projet préparé par le comité *ad hoc*. Le Conseil d'administration a ainsi adopté à l'unanimité un avis motivé en ligne avec le projet préparé par le comité *ad hoc*.

Il est précisé que Bridgepoint, Monsieur Olivier Nemsguern, Monsieur Thomas Moussallieh et Madame Marine Mezzadri étant indirectement intéressés du fait de leurs liens avec l'Initiateur ainsi que Monsieur Vincent Delaroche, se sont engagés à voter conformément au sens du vote dégagé par le vote de la majorité des membres du Conseil d'administration ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêt au regard de l'Offre, afin d'éviter tout potentiel conflit d'intérêts et permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration.

L'ensemble des administrateurs ont assisté à la réunion du Conseil d'administration :

La délibération du Conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous.

« Il est rappelé qu'il appartient au Conseil d'administration, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration, lors de sa délibération du 18 mai 2022, a constitué en son sein un Comité ad hoc composé de Monsieur Vincent Delaroche, Monsieur Paul-Camille Bentz et Madame Marie David, chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration.

Préalablement à la réunion de ce jour, ont été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration les documents suivants :

- le Projet de Note d'Information, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;
- le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») et le projet de communiqué relatif ;
- le rapport en date du 7 septembre 2022 exposant les conclusions du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») désigné en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et représenté par Monsieur Christophe Lambert, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel ;
- le projet d'avis motivé du Comité ad hoc en date du 7 septembre 2022 sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Bridgepoint, Monsieur Olivier Nemsguern, Monsieur Thomas Moussallieh et Madame Marine Mezzadri étant indirectement intéressés du fait de leurs liens avec l'Initiateur ainsi que Monsieur Vincent Delaroche, se sont engagés à voter conformément au sens du vote dégagé par le vote de la majorité des membres du Conseil d'administration ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêt au regard de l'Offre, afin d'éviter tout potentiel conflit d'intérêts et permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration.

Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application de l'article 261-1, I, 2°, 4° et II du Règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant dans la mesure où cette Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration.

Le Comité ad hoc s'est réuni le 18 mai 2022, postérieurement à sa constitution, afin d'étudier les profils des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, sur la base des propositions d'intervention reçues, tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et (iii) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Les membres du Comité ad hoc, après en avoir délibéré, ont décidé de proposer au Conseil d'administration la désignation du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF et dans les conditions précisées à

l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante. Le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, a en effet été identifié comme répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable, en particulier compte tenu de son niveau de qualifications et d'expérience, le Comité ad hoc ayant pris connaissance des différents dossiers sur lesquels le cabinet Finexsi était récemment intervenu dans le cadre d'opérations similaires, ainsi que des moyens humains et matériels dont il dispose, le Comité ad hoc ayant en particulier constaté que le cabinet Finexsi disposait d'équipes ayant un niveau d'expérience et d'expertise élevé.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Monsieur Christophe Lambert, a fait savoir qu'il acceptait le principe de cette nomination en qualité d'expert indépendant, et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

Le 18 mai 2022, sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil d'administration de la Société a décidé de nommer le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant, afin d'établir notamment un rapport sur les conditions financières de l'Offre sur le fondement de l'article 261-1, I-2^o du Règlement général de l'AMF (dans la mesure où des accords ont été conclus entre des actionnaires et des dirigeants de la Société et l'Initiateur, notamment des accords de liquidité), de l'article 261-1, I-4^o du Règlement général de l'AMF (dans la mesure où certains accords connexes ont été conclus) et de l'article 261-1-II^o (dans la mesure où l'Initiateur demandera la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions requises sont remplies à l'issue de l'Offre).

Le Président rappelle que le Comité ad hoc ne comptait parmi ses membres qu'un seul administrateur indépendant, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1, III^o du Règlement général de l'AMF ne sont pas réunies, de sorte que la nomination de l'Expert Indépendant a été soumise à l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son Règlement général et de l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08. L'AMF ne s'est pas opposée à la nomination de l'Expert Indépendant.

Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité ad hoc

Le Comité ad hoc a participé entre le mois de juin et le mois de septembre à des réunions de travail ainsi qu'à deux réunions avec les membres du cabinet Finexsi, dont Monsieur Christophe Lambert afin de suivre les travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre et de s'assurer que celui-ci avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et était en mesure de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. En particulier, le Comité ad hoc s'est réuni par visioconférence :

- *le 18 mai 2022, le Comité ad hoc s'est réuni afin d'étudier les profils des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, sur la base des propositions d'intervention reçues et a, comme plus amplement décrit ci-dessus, proposé la désignation du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant ;*
- *le 27 juin 2022, le Comité ad hoc, en présence de l'Expert Indépendant et des conseils juridiques de la Société ont échangé sur l'avancée des travaux de l'Expert Indépendant et du calendrier relatif à l'Offre. Le Comité ad hoc a, à cette occasion, étudié le projet d'Offre et notamment les modalités des opérations connexes (à savoir l'Acquisition du Bloc, la conclusion d'accords de liquidité, le versement d'un éventuel complément de prix, etc.). Le Comité ad hoc a également pris connaissance du rôle et des missions de l'Expert Indépendant qui a exposé les règles d'organisation de ses travaux. Enfin, le Comité ad hoc a pris connaissance des documents demandés par l'Expert Indépendant pour la finalisation de sa mission ; et*
- *le 5 septembre 2022, le Comité ad hoc, en présence de l'Expert Indépendant et des conseils juridiques de la Société ont échangé sur l'avancée des travaux de l'Expert Indépendant. Le Comité ad hoc a, à cette occasion,*

étudié le projet de rapport de l'Expert Indépendant et notamment son analyse de la valorisation des actions Cast objet de l'Offre et des modalités des opérations connexes.

Le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Le Comité ad hoc indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait eu accès au plan d'affaires 2022/2026 établi par le management de la Société. La première année de ce plan d'affaires est en ligne avec le budget 2022 approuvé par le Conseil d'administration en date du 28 janvier 2022. Il constitue à la connaissance du Conseil d'administration les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société et sa trajectoire est conforme aux lignes directrices qui ont été communiquées au marché dans les derniers communiqués financiers de la Société.

Travaux et conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

À l'issue des échanges entre le Comité ad hoc et l'Expert Indépendant, tels que rappelés ci-dessus, le cabinet Finexsi a remis son rapport au Conseil d'administration de la Société le 7 septembre 2022.

Les caractéristiques de l'Offre ci-dessous sont rappelées, ces éléments ayant notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son rapport et par le Comité ad hoc pour établir sa recommandation :

- *l'Initiateur détient ce jour 13.548.461 actions et droits de votes théoriques de la Société, représentant 74,04% du capital et 70,33% des droits de vote théoriques (sur la base du nombre d'actions et de droits de vote de la Société au 7 septembre 2022);*
- *l'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre serait fixée à 15 jours de négociation ;*
- *l'Offre vise la totalité des actions de la Société d'ores et déjà émises ou susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à l'exception des actions déjà détenues par l'Initiateur ou la Société, soit à la date des présentes un nombre maximum de 4.415.117 actions de la Société ;*
- *dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions qu'ils détiennent en contrepartie, pour une action de la Société, d'une somme en numéraire de 7,55 euros (le « Prix ») ;*
- *le Prix pourra faire l'objet d'un complément de prix sous certaines conditions telles que décrites à la section II.3 du Projet de Note d'Information, et notamment de 0,30 euro en cas d'atteinte du seuil légal du Retrait Obligatoire par l'Initiateur à l'issue de l'Offre ;*
- *l'Initiateur a indiqué que dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur demandera la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ; et*
- *les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois sont décrites dans la section I.3 du Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'administration.*

Monsieur Vincent Delaroche résume les conclusions du rapport rendu par l'Expert Indépendant :

- *L'examen des accords connexes n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon l'Expert Indépendant, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ;*
- *Le prix d'Offre de 7,55 € par action est, selon l'Expert Indépendant, équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de CAST, et le prix de 7,85 € par action (incluant le complément de prix) est équitable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.*

Monsieur Vincent Delaroche fait également le constat de l'absence de question ou observation d'actionnaires reçue par la Société, l'Expert Indépendant ou l'AMF.

Le 7 septembre 2022, le Comité ad hoc a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

Recommandations du Comité ad hoc

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société (stratégie et politique industrielle, commerciale et financière)*

Le Comité ad hoc constate que les intentions de l'Initiateur telles que décrites dans le Projet de Note d'Information, sont notamment les suivantes :

- *en matière de stratégie (politique, industrielle, commerciale et financière), l'Initiateur a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de l'accompagner dans l'évangélisation et le développement de la Software Intelligence à travers le monde ;*
- *l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société ;*
- *en matière de synergies, l'Initiateur est une société holding constituée le 18 mai 2022 ayant pour objet la prise de participation et la gestion de la Société (ainsi que la fourniture de services le cas échéant) ; par conséquent, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société autre que les économies résultant d'une sortie de cote de la Société ;*
- *en matière de gouvernance, la composition du Conseil d'administration a été modifiée lors de l'Acquisition du Bloc. En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris, de nouvelles évolutions concernant la gouvernance de la Société pourraient être envisagées. A compter de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, le cas échéant, la Société sera transformée en société par actions simplifiée. Le premier président de la Société sous forme de société par actions simplifiée serait Financière Da Vinci. Financière Da Vinci sera quant à elle gérée et administrée par un comité exécutif (composé de M. Vincent Delaroche en qualité de président et de directeurs généraux), agissant sous le contrôle d'un comité de surveillance ;*
- *en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société. Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et au regard notamment des résultats de la Société, de sa capacité financière et de ses besoins de financement ;*

Le Comité ad hoc constate par ailleurs que l'Initiateur contrôle déjà la Société, qu'il détient 74,04% du capital et 70,33% des droits de vote théoriques (sur la base du nombre d'actions et de droits de vote de la Société au 7 septembre 2022).

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

- **S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires**

o Prix de l'Offre :

Le Comité ad hoc constate que l'Initiateur propose d'acquérir, les actions de la Société visées par l'Offre en contrepartie, pour une action de la Société apportée à l'Offre, d'une somme en numéraire de 7,55 euros.

Les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée pourront bénéficier de l'éventuel Complément de Prix décrit ci-dessous.

o Eventuel Complément de Prix :

*Le prix de l'Offre pourrait être augmenté d'un versement supplémentaire en numéraire (le « **Complément de Prix** ») si entre la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc (i.e, le 21 juillet 2022) et :*

- *en ce qui concerne les évènements (i) à (ii) ci-dessous, douze mois après la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc,*
- *en ce qui concerne l'évènement (iii) ci-dessous, la date la plus tardive entre (x) six mois après la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc et (y) trois mois après la date de publication par l'AMF du résultat de l'Offre, et*
- *en ce qui concerne l'évènement (iv) ci-dessous, six mois après la date de publication par l'AMF du résultat de l'Offre :*
 - (v) *l'Initiateur, agissant seul ou de concert, dépose une offre subséquente à un prix par Action supérieur au prix de l'Offre (l'**« Offre Améliorée »**) ; ou*
 - (vi) *l'Initiateur achète un ou plusieurs blocs d'actions de la Société représentant au moment de cet achat (individuellement ou au total) plus de 2 % du capital social émis et en circulation de la Société, à un prix par action de la Société supérieur au prix de l'Offre (un **« Achat de Bloc »**) ; ou*
 - (vii) *l'Initiateur transfère un nombre d'actions de la Société représentant plus de 50 % du nombre total d'actions de la Société en circulation à un prix par Action de la Société supérieur au prix de l'Offre (une **« Cession de Contrôle »**) ; ou*
 - (viii) *l'Initiateur, agissant seul ou de concert, atteint au terme de l'Offre les seuils de mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire.*

Le Complément de Prix par Action dû par l'Initiateur à chacun des apporteurs à l'Offre semi-centralisée serait égal à :

- dans l'hypothèse d'une Offre Améliorée ou d'un Achat de Bloc, au montant positif égal à la différence entre le prix par Action payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Améliorée ou l'Achat de Bloc et celui payé dans le cadre de l'Offre, retraité, le cas échéant, des éventuelles distributions effectuées par la Société postérieurement à la clôture de l'Offre ;
- dans l'hypothèse d'une Cession de Contrôle, au montant positif égal à la différence entre le prix par action Cast payé par le tiers acquéreur dans le cadre de la Cession de Contrôle et celui payé par l'Initiateur, dans le cadre de l'Offre, retraité, le cas échéant, des éventuelles distributions effectuées par la Société postérieurement à la clôture de l'Offre ;
- dans l'hypothèse d'une mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire, 0,30 euro par action Cast.

Dans l'hypothèse où un ou plusieurs événements simultanés déclenchaient la mise en œuvre du Complément de Prix, le montant retenu sera le plus favorable pour les apporteurs à l'Offre.

Il est précisé que les actionnaires qui céderont leurs actions Cast directement sur le marché ne bénéficieront pas du Complément de Prix. Seuls les actionnaires faisant apport de leurs actions Cast dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris pourront en bénéficier.

Par ailleurs, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA y afférante supportés par les actionnaires qui apporteraient leurs Actions à l'Offre via la branche semi-centralisée par Euronext, dans la limite de 0,3 % (hors taxes) du montant de l'ordre avec un maximum de 150 euros (toutes taxes incluses) par dossier.

- Mécanismes de Liquidité :

- l'Initiateur a conclu avec certains bénéficiaires d'options de souscription non exerçables à la date de clôture de l'Offre, des promesses d'achat et de vente croisées portant sur la totalité des actions Cast nouvelles émises à raison de l'exercice desdites options de souscription ;
- l'Initiateur a proposé à certains cadres / dirigeants de la Société bénéficiaires d'options de souscriptions non exerçables à la date de clôture de l'Offre de renoncer unilatéralement à leurs options de souscription en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place (i) d'un plan d'options de souscription compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires résidant aux Etats-Unis et potentiellement dans un pays autre que la France) et (ii) d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires autres que ceux résidant aux Etats-Unis et résidant principalement en France), dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des options de souscription annulées ;
- l'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'actions gratuites non acquises à la date de clôture de l'Offre de renoncer unilatéralement à leurs actions gratuites non acquises en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur, dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des actions gratuites non acquises caduques.

Le Comité ad hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre et du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc relève notamment que :

- l'Offre permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une prime significative de (i) 26,7 % sur la base du dernier cours de bourse de clôture de l'action Cast au 17 mai 2022 (dernier jour de cotation précédent l'annonce de l'intention de déposer l'Offre), (ii) 61 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'Action des 60 jours de négociation précédent l'annonce du projet d'Offre, (iii) 61 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'Action des 90 jours de négociation précédent l'annonce du projet d'Offre, de (iv) 5,4% par rapport à la valeur centrale intrinsèque de l'action Cast selon la méthode de valorisation du DCF et de (v) 72,1% et 46,2% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette de valeurs de l'action Cast selon la méthode des comparables boursiers (présentée à titre secondaire et indicatif par l'Expert Indépendant) ;
- l'Offre permet aux actionnaires de la Société d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions Cast ;
- concernant par ailleurs les accords connexes à l'Offre, il ressort du rapport de l'Expert Indépendant que ces opérations ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier ;

Le Comité ad hoc constate, qu'aux termes du rapport établi par le cabinet Finexsi, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre (en ce compris le Retrait Obligatoire) telle qu'initiée par l'Initiateur sur les actions de la Société sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le Comité ad hoc constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à des conditions considérées comme équitables par l'Expert Indépendant.

- **S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés**

Le Comité ad hoc constate qu'en matière d'emploi, l'Initiateur a indiqué que l'opération s'inscrivait dans une politique de poursuite et de développement des activités de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique suivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. Au contraire, l'opération a vocation à donner plus de moyens et d'ambition au fondateur et à l'équipe de management pour attirer les meilleurs talents.

Le Comité ad hoc note que l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de fusionner avec la Société au cours des douze prochains mois, tout en se réservant la possibilité de procéder à d'autres opérations de réorganisation juridique.

Par ailleurs, le Comité ad hoc prend acte de l'avis positif émis par le Comité Social et Economique de la Société sur l'Acquisition du Bloc et plus globalement l'opération en son ensemble, le 18 mai 2022.

Le Comité ad hoc considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

Au vu de l'ensemble des éléments ci-dessus et connaissance prise des travaux de ses conseils et de l'Expert Indépendant, le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres :

- relève que les termes de l'Offre (en ce compris le Retrait Obligatoire) sont équitables pour les actionnaires ;
- présente au Conseil d'administration le projet d'avis motivé ;

- recommande au Conseil d'administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre.

Avis du Conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux membres du Conseil d'administration leurs intentions d'apport ou non des actions Cast qu'ils détiennent à l'Offre.

Monsieur Paul Camille Bentz, seul administrateur actionnaire de la Société, informe le Conseil d'administration son intention d'apporter l'intégralité de ses actions Cast à l'Offre.

Après discussion sur le projet d'Offre, le Conseil d'administration, à l'unanimité, étant précisé que Monsieur Vincent Delaroche, Bridgepoint, Monsieur Olivier Nemsguern, Monsieur Thomas Moussallieh et Madame Marine Mezzadri, pour éviter tout potentiel conflit d'intérêts, votent conformément au sens du vote dégagé par le vote de la majorité des membres du Conseil d'administration ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêt au regard de l'Offre, afin de permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration :

Prend acte :

- des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information ;
- des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information ;
- des travaux et recommandations du Comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ;
- des conclusions de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable de l'Offre (en ce compris le Retrait Obligatoire) d'un point de vue financier pour les actionnaires ; et
- de l'intention de l'unique administrateur actionnaire d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'il détient ;
- approuve, sans y apporter aucune modification, le projet d'avis motivé tel qu'arrêté par le Comité ad hoc ;
- considère en conséquence, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :
 - o de la Société, notamment dans la mesure l'Initiateur n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière ;
 - o de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant, en ce compris dans la perspective du Retrait Obligatoire ; et
 - o de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ; et
- recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre,

en conséquence de ce qui précède :

- *approuve le Projet de Note en Réponse tel qu'il lui a été transmis ;*
- *décide que les 381.852 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes ne seront pas apportées à l'Offre conformément aux engagements pris par la Société au terme du tender offer agreement conclu entre la Société et l'Initiateur le 19 mai 2022 ;*
- *approuve la diffusion du communiqué de presse normé comprenant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse (en ce compris, notamment, l'avis motivé du Conseil d'administration et les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant), en application des dispositions de l'article 231-26, II du règlement général de l'AMF ; et*
- *donne tous pouvoirs au Président Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix à l'effet de (i) finaliser, signer et déposer auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse et toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ainsi que le communiqué de presse s'y rapportant, (ii) signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse. »*

Il est précisé qu'à la suite d'une demande de complément d'information par l'AMF, l'Expert Indépendant a rendu un nouveau rapport le 21 septembre 2022 qui annule et remplace celui du 7 septembre 2022. Seule une précision dans la conclusion du rapport de l'Expert Indépendant a été ajoutée dans le cadre de ce nouveau rapport, le reste du rapport étant inchangé. Les délibérations et l'avis motivé rendu par le Conseil d'administration le 7 septembre 2022 demeurent inchangés dans la mesure où cette précision ne remet en cause ni la substance ni les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant du 7 septembre 2022.

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

L'unique administrateur actionnaire de la Société a indiqué au Conseil d'administration, dans sa séance du 7 septembre 2022, son intention d'apporter ses Actions à l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTODETENUES

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 381.852 actions Cast. Le Conseil d'administration, dans sa séance du 7 septembre 2022, a décidé que ces actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

La Société n'étant pas en mesure de constituer un comité *ad hoc* composé au moins de trois membres dont une majorité d'indépendants au sein du Conseil d'Administration conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, la Société a soumis à l'AMF, en application des dispositions de l'article 261-1-1 du Règlement général de l'AMF, la nomination du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant. En

l'absence d'opposition de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert a été définitivement désigné en qualité d'expert indépendant (l'**« Expert Indépendant »**) à charge d'émettre, en application des dispositions des alinéas I 2°, I 4° et II de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant en date du 21 septembre 2022 est reproduite ci-après :

« En ce qui concerne l'actionnaire de CAST

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 7,55 € par action auquel s'ajoutera un complément de prix de 0,30 € par action en cas de mise en oeuvre d'un Retrait Obligatoire.

Ce prix d'Offre ainsi que le complément de prix correspondent aux conditions d'acquisition d'un bloc de contrôle par l'Initiateur le 21 juillet 2022 auprès des principaux actionnaires de CAST. Le prix d'Offre (hors complément de prix) extériorise une prime de 5,4% sur la valeur centrale de notre méthode DCF, laquelle repose sur un plan d'affaires préparé par le management qui reflète de fortes ambitions en matière de croissance de l'activité, de mutation vers un modèle SaaS et envisage à terme un niveau de rentabilité en marge d'EBIT très largement supérieur à ce que la Société a été capable de délivrer jusqu'à présent. En cela, l'actionnaire minoritaire bénéficie, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action CAST, d'autant que cette prime extériorisée s'élève à 9,6% avec le complément de prix en cas de mise en oeuvre du Retrait Obligatoire.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de CAST qui le souhaitent, avec une prime de 26,7% sur le dernier cours de bourse précédent l'annonce et une prime de 61% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédent l'annonce, étant rappelé que le flottant de la Société est faible et les volumes observés limités.

Concernant les méthodes analogiques, présentées à titre secondaire et indicatif, nous observons que celles-ci encadrent le prix d'Offre. Celui-ci fait ressortir des primes de +46,2% et +72,1% sur la fourchette de valeurs extériorisées par les comparables boursiers et une décote limitée de 3,1% sur les valeurs extériorisées par les transactions comparables, étant rappelé que ces méthodes apparaissent toutefois difficiles à mettre en oeuvre pour les raisons de comparabilité des échantillons et de cycle de mutation des modèles économiques des différentes Sociétés constituant les échantillons.

En ce qui concerne les accords connexes :

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le Contrat d'Acquisition d'un bloc de contrôle par l'Initiateur, (ii) les pactes d'associés, (iii) les apports en nature d'actions ordinaires CAST à l'Initiateur par certains actionnaires, (iv) l'emprunt obligataire convertible et les actions de préférence émises par l'Initiateur au profit de certains investisseurs, (v) le Tender Offer Agreement conclu avec la Société, (vi) le réinvestissement de certains salariés et dirigeants dans l'Initiateur, (vii) les accords de liquidité encadrant les transferts de titres, les options de souscription d'action non exerçables et les actions gratuites en cours d'acquisition par certains salariés et

dirigeants, (viii) la cession d'actions CAST Italie par Monsieur Vincent Delaroche et (ix) les acquisitions de blocs d'actions hors marché auprès de certains actionnaires postérieurement à l'Offre, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 7,55 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de CAST. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre du Retrait

Obligatoire, néanmoins nous rappelons que l'ensemble des actionnaires bénéficieront d'un complément de prix de 0,30 € par action en cas de mise en œuvre de celui-ci, soit un prix de 7,85 € par action, que nous considérons donc comme équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de CAST si le Retrait Obligatoire devait être mis en œuvre. »

Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit en Annexe de la présente Note en Réponse.

6. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure du capital de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 7.325.156,80 euros, divisé en 18.312.892 actions ordinaires de 0,40 euro de valeur nominale chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie et conférant 19.279.825 droits de vote.

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

Sur une base non-diluée

Actionnaires	Nombre d'actions ⁶	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Financière Da Vinci	13.548.461	73,98	13.548.461	70,27
Flottant	4.376.417	23,90	5.343.350	27,71
Autocontrolle	388.014	2,12	388.014	2,01
TOTAL	18.312.892	100 %	19.279.825	100 %

Sur une base entièrement diluée :

Actionnaires	Nombre d'actions ⁷	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Financière Da Vinci	13.548.461	72,01	13.548.461	68,49
Flottant	4.878.417 ⁸	25,93	5.845.350	29,55
Autocontrolle	388.014	2,06	388.014	1,96
TOTAL	18.815.092	100 %	19.781.825	100 %

Compte non tenu des 502.200 actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice de la totalité des 442.200 Options de Souscription et l'acquisition des 60.000 Actions Gratuites Non Acquises en circulation (tel que ce terme est décrit à la section 1.4.3.1 de la présente Note en Réponse) à la date e la présente Note en Réponse.

⁷ Compte tenu des 502.200 actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice de la totalité des 442.200 Options de Souscription et l'acquisition des 60.000 Actions Gratuites Non Acquises en circulation (tel que ce terme est défini à la section 1.4.3.1 de la présente Note en Réponse).

⁸ Dont 48.100 Options de Souscription couvertes par un mécanisme de liquidité au bénéfice de Financière Da Vinci.

A la date de la présente Note en Réponse, la Société auto-détient 388.014 actions.

A la connaissance de la Société, il existe 60.000 Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini à la section 1.4.3.1 de la présente Note en Réponse) et 442.200 Options de Souscription plus amplement décrites à la section 1.4.3 de la présente Note en Réponse.

Les caractéristiques des instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société ainsi que leur traitement dans le cadre de l'Offre sont décrites à la section 1.4.3 de la présente Note en Réponse.

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

6.2.1 Les restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

A l'exception de ce qui suit, les statuts de la Société ne prévoient pas de disposition particulière pouvant entraîner des restrictions à l'exercice ou au transfert des actions et des droits de vote de la Société.

Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils

Outre les obligations légales et réglementaires de déclarations en cas de franchissement de seuils, les statuts de la Société prévoient une obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires.

En application de l'article 10 des statuts de la Société, toute personne agissant seule ou de concert, qui vient à détenir directement ou indirectement un nombre de titres correspondant à 2,5 % du capital ou des droits de vote de la Société, est tenue, au plus tard avant la clôture des négociations du dixième jour de bourse suivant le jour du franchissement de ce seuil, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec accusé de réception, le nombre total d'actions, de droits de vote et de titres donnant accès au capital qu'elle possède. Cette déclaration doit être renouvelée dans les mêmes conditions, chaque fois qu'un nouveau seuil de 2,5% est atteint ou franchi, à la hausse comme à la baisse, qu'elle qu'en soit la raison, et ce y compris au-delà du seuil de 5% prévu à l'article L.233-7 du Code de commerce.

En cas d'inobservation des dispositions ci-dessus, le ou les actionnaires concernés sont, dans les conditions et limites fixées par la loi, privés du droit de vote afférent aux titres dépassant les seuils soumis à déclaration.

Transfert d'Actions

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société.

Droits de vote double

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, un droit de vote double est accordé aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées lorsque ces actions sont inscrites depuis deux ans au moins au nom d'un même actionnaire. Il est également conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles ce dernier bénéficiait déjà de ce droit. Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété sous réserve des exceptions prévues par la loi.

6.2.2 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote

À la date de la présente Note en Réponse et à l'exception des accords décrits à la section 1.3, la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords signés entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

6.3 Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société

A l'exception des accords décrits à la section 1.3, à la date de la présente Note en Réponse, à la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

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

Conformément aux articles 223-11 et suivants du Règlement général de l'AMF et aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, l'AMF a été informée des franchissements de seuils suivants depuis le 1^{er} janvier 2022 :

- M. Vincent Delaroche a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 30 juin 2022, le seuil de 10% en capital ;
- DevFactory a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % en capital et (ii) les seuils de 30 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % en droits de vote, et ne plus détenir, directement, aucune Action ;
- CME a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 15 %, 10 % et 5 % en capital et (ii) les seuils de 20 %, 15 %, 10 % et 5 % en droits de vote et ne plus détenir, directement, aucune Action ;
- LPP a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 10 % et 5 % en capital et (ii) le seuil de 5 % en droits de vote, et ne plus détenir, directement, aucune Action ;
- M. Vincent Delaroche a déclaré avoir franchi individuellement, directement ou indirectement⁷, à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) le seuil de 5 % en capital et (ii) les seuils de 10 % et 5 % en droits de vote et ne plus détenir, directement ou indirectement, aucune Action ;
- l'Initiateur a déclaré avoir franchi individuellement à la hausse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 % et 2/3 en capital et (ii) les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % en droits de vote ;
- l'AMF a été informée par courrier reçu le 12 septembre 2022 du franchissement individuel à la hausse de l'Initiateur, du seuil de 2/3 en droits de vote, en date du 7 septembre 2022 ;

- Herald Investment Trust PLC a déclaré avoir franchi individuellement (i) à la hausse, le 21 juillet 2022, le seuil de 5 % des droits de vote de la Société et (ii) à la baisse, le 7 septembre 2022, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir, directement ou indirectement, aucune Action.

Par ailleurs, conformément à l'article 10 des statuts de la Société et l'article L. 233-7 du Code de commerce, la Société a été informée des franchissements de seuils suivants, depuis le 1^{er} janvier 2022 :

- M. Vincent Delaroche a déclaré avoir franchi individuellement, à la baisse, le 30 juin 2022, le seuils de 10 % en capital ;
- DevFactory a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 25 %, 22,5 %, 20 %, 17,5 %, 15 %, 12,5 %, 10 %, 7,5 %, 5 % et 2,5 % en capital et (ii) les seuils de 30 %, 27,5 %, 25 %, 22,5 %, 20 %, 17,5 %, 15 %, 12,5%, 10 %, 7,5 %, 5 % et 2,5 % en droits de vote et ne plus détenir, directement, aucune Action ;
- CME a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 15 %, 12,5 %, 10 %, 7,5 %, 5 % et 2,5 % en capital et (ii) les seuils de 20 %, 17,5 %, 15 %, 12,5 %, 10 %, 7,5 %, 5 % et 2,5 % en droits de vote et ne plus détenir, directement, aucune Action ;
- LPP a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 10 %, 7,5 %, 5 % et 2,5 % en capital et (ii) les seuils de 5 % et 2,5 % en droits de vote, et ne plus détenir, directement, aucune Action ;
- M. Vincent Delaroche a déclaré avoir franchi directement et indirectement⁹ à la baisse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 7,5 %, 5 % et 2,5 % en capital et (ii) les seuils de 12,5 %, 10 %, 7,5 %, 5 % et 2,5 % en droits de vote et ne plus détenir, directement, aucune Action ;
- l'Initiateur a déclaré avoir franchi individuellement à la hausse, le 21 juillet 2022, (i) les seuils de 2,5%, 5 %, 7,5 %, 10 %, 12,5 %, 15 %, 17,5 %, 20 %, 22,5 %, 25 %, 27,5 %, 30 %, 32,5 %, 35 %, 37,5 %, 40 %, 42,5 %, 45 %, 47,5 %, 50 %, 52,5 %, 55 %, 57,5 %, 60 %, 62,5 % et 65 % en capital et (ii) les seuils de 2,5%, 5 %, 7,5 %, 10 %, 12,5 %, 15 %, 17,5 %, 20 %, 22,5 %, 25 %, 27,5 %, 30 %, 32,5 %, 35 %, 37,5 %, 40 %, 42,5 %, 45 %, 47,5 %, 50 %, 52,5 %, 55 %, 57,5 %, 60 % et 62,5 % en droits de vote ;
- La Société a également été informée en date du 12 septembre 2022, du franchissement individuel à la hausse de l'Initiateur (i) des seuils de 67,5 %, 70 % et 72,5 % en capital et (ii) des seuils de 65 %, 67,5 % et 70 % en droits de vote.
- Herald Investment Trust PLC a déclaré avoir franchi individuellement (i) à la hausse, le 21 juillet 2022, le seuil de 5 % des droits de vote de la Société et (ii) à la baisse, le 7 septembre 2022, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir, directement ou indirectement, aucune Action.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas à la date de la présente Note en Réponse de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

⁹ Directement et indirectement avec la société Peekamoose dont il est associé unique.

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

Néant.

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

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

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sauf dérogation prévue par la loi.

Toute personne morale doit, lors de sa nomination, désigner une personne physique en qualité de représentant permanent au Conseil d'administration.

La durée du mandat du représentant permanent est la même que celle de l'administrateur personne morale qu'il représente. Lorsque la personne morale révoque son représentant permanent, elle doit aussitôt pourvoir à son remplacement. Les mêmes dispositions s'appliquent en cas de décès ou démission du représentant permanent.

La durée des fonctions des administrateurs est d'une année. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééliges. Conformément à la loi, ils peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale des actionnaires.

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

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire, en vue de compléter l'effectif du conseil.

Un salarié de la Société peut être nommé administrateur. Son contrat de travail doit toutefois correspondre à un emploi effectif. Il ne perd pas, dans ce cas, le bénéfice de son contrat de travail.

Le nombre des administrateurs qui sont liés à la Société par un contrat de travail ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi et les règlements en vigueur.

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

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans les limites de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations, les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances.

Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le Conseil d'administration exerce enfin les pouvoirs spéciaux qui lui sont conférés par la loi.

L'article 14 des statuts de la Société prévoit que pour la validité des délibérations du Conseil, le nombre des membres présents doit être au moins égal à la moitié des membres. Les décisions du Conseil d'administration sont prises à la majorité simple des voix ; en cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

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

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date de la Note en Réponse
AG du 29 juin 2022 (18ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme par la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	26 mois (29 août 2024)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 3.580.000 euros ⁽²⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 12.000.000 euros ⁽³⁾	Néant
AG du 29 juin 2022 (19ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions	26 mois (29 août 2024)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 2.148.000 euros ⁽⁴⁾ dans la limite	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date de la Note en Réponse
	ordinaires immédiatement ou à terme par la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre au public autre que celles visées au 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier		du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 12.000.000 euros ⁽³⁾	
AG du 29 juin 2022 (20ème résolution)	Délégation à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par voie d'offre au public visée à l'article L.411-2 du Code monétaire et financier dite « par voie de placement privé »	26 mois (29 août 2024)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 2.148.000 euros ⁽⁴⁾ dans les limites de 20% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) par période de 12 mois et du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 12.000.000 euros ⁽³⁾	Néant
AG du 29 juin 2022 (21ème résolution)	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet, en cas d'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires, de fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'Assemblée générale	26 mois (29 août 2024)	10% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) par période de 12 mois pour chacune des émissions décidées en application des 19 ^{ème} et 20 ^{ème} résolutions ⁽²⁾⁽³⁾	Néant
AG du 29 juin 2022	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet, en cas	26 mois	15% de l'émission initiale pour chacune	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date de la Note en Réponse
(22ème résolution)	d'augmentation de capital avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre	(29 août 2024) à l'exception des 26 ^{ème} et 27 ^{ème} résolutions pour lesquelles l'autorisation est de 18 mois (29 décembre 2023)	des émissions décidées en application des 18 ^{ème} à 20 ^{ème} , 26 ^{ème} et 27 ^{ème} résolutions ⁽²⁾⁽³⁾⁽⁴⁾	
AG du 29 juin 2022 (23ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	26 mois (29 août 2024)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 2.148.000 euros ⁽⁴⁾ dans la limite du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 12.000.000 euros ⁽³⁾	Néant
AG du 29 juin 2022 (24ème résolution)	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet d'émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, des actions ordinaires ou des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de	26 mois (29 août 2024)	10% du capital de la Société ⁽³⁾ (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) dans les limites du plafond de 2.148.000 euros ⁽⁴⁾ et du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date de la Note en Réponse
	titres de capital et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital			
AG du 29 juin 2022 (25ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	26 mois (29 août 2024)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 4.000.000 euros ⁽¹⁾	Néant
AG du 29 juin 2022 (26ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration d'augmenter le capital au profit de sociétés ou fonds gestionnaires d'épargne collectif investissant dans le secteur des technologies de l'information avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	18 mois (29 décembre 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 2.148.000 euros ⁽⁴⁾ dans la limite du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 12.000.000 euros ⁽³⁾	Néant
AG du 29 juin 2022 (27ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration d'augmenter le capital au profit de conseillers ou consultants, personnes physiques ou personnes morales, conseillant occasionnellement ou régulièrement la Société en matière de politique de développement dans le secteur des technologies de l'information avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	18 mois (29 décembre 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 2.148.000 euros ⁽⁴⁾ dans la limite du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 12.000.000 euros ⁽³⁾	Néant
AG du 29 juin 2022	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet de procéder à des augmentations	26 mois (29 août 2024)	Montant nominal maximum des augmentations de	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date de la Note en Réponse
(28ème résolution)	de capital réservées aux adhérents à un plan d'épargne du groupe Cast avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires		capital : 71.778 euros (soit 1% du capital de la Société à l'assemblée générale) ⁽¹⁾	
AG du 29 juin 2022 (29ème résolution)	Autorisation en vue de réduire le capital social de la Société par voie d'annulation d'actions acquises au titre de l'autorisation de rachat d'actions de la Société	18 mois (29 décembre 2023)	10% du capital par période de 24 mois	Néant
AG du 29 juin 2022 (30ème résolution)	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, en faveur de mandataires sociaux ou de salariés de la Société ou de sociétés liées	38 mois (29 août 2025)	Montant nominal maximum de l'attribution gratuite d'actions : 4% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) dans les limites du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾	Néant
AG du 29 juin 2022 (31ème résolution)	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions de la Société, aux mandataires sociaux et salariés de la Société ou de sociétés du groupe, emportant renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux actions émises du fait de la levée d'options de souscription	38 mois (29 août 2025)	Montant nominal maximum de l'attribution gratuite d'actions : 4% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) dans la limite du plafond global de 3.580.000 euros ⁽²⁾	Néant

⁽¹⁾ Plafond autonome.

⁽²⁾ Montant nominal maximum des augmentations de capital de 3.580.000 euros (commun entre les 18^{ème} à 20^{ème}, 22^{ème} à 24^{ème}, 26^{ème}, 27^{ème}, 30^{ème}, et 31^{ème} résolutions extraordinaires de l'assemblée générale mixte du 29 juin 2022), étant précisé que ce plafond est fixé compte non tenu du nominal des actions ordinaires de la Société à émettre, éventuellement, au titre des ajustements effectués pour protéger les titulaires de droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires.

⁽³⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créances de 12.000.000 euros commun aux 18^{ème} à 20^{ème}, 22^{ème} à 24^{ème}, 26^{ème} et 27^{ème} résolutions extraordinaires de l'assemblée générale mixte du 29 juin 2022.

⁽⁴⁾ Montant nominal maximum des augmentations de capital de 2.148.000 euros commun aux 19^{ème}, 20^{ème}, 23^{ème}, 24^{ème}, 26^{ème} et 27^{ème} résolutions extraordinaires de l'assemblée générale mixte du 29 juin 2022.

6.9 Accords significatifs 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 significatif contenant des dispositions spécifiques susceptibles d'avoir une incidence en cas de changement de contrôle de la Société n'a été conclu.

Par ailleurs, à la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de la présente Note de Réponse.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas de tels accords à la date de la présente Note en Réponse.

7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.castsoftware.fr) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de Cast (3, rue Marcel Allégot – 92190 Meudon) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REONSE

« 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. »

Vincent Delaroche

Directeur général

CAST SA

ANNEXE

Rapport de l'Expert Indépendant



Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par la société FINANCIERE DA VINCI visant les actions de CAST SA

21 septembre 2022

***Annule et remplace notre précédente attestation d'équité
établie en date du 7 septembre 2022***

Strictement confidentiel

SOMMAIRE

1. Présentation de l'Opération	5
1.1 Contexte de l'Offre	5
1.2 Sociétés concernées par l'Opération	6
1.2.1 Présentation de la société initiatrice	6
1.2.2 Présentation de la société objet de l'Offre.....	7
1.3 Présentation de l'Offre	10
1.3.1 Contexte et motifs de l'Offre	10
1.3.2 Répartition du capital et des droits de vote de la Société	12
1.3.3 Retrait obligatoire.....	13
1.3.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	13
2. Déclaration d'indépendance	15
3. Diligences effectuées	16
4. Présentation des activités et de l'environnement économique de CAST	18
4.1 Présentation de la société Cast	18
4.1.1 Rappel de l'historique	18
4.2 Présentation des activités de CAST.....	20
4.2.1 Organigramme du groupe CAST	20
4.2.2 La présence géographique du groupe CAST	20
4.2.3 Les offres de CAST	22
4.2.4 La stratégie de CAST	24
4.3 Caractéristiques de l'environnement économique et concurrentiel de CAST	25
4.3.1 Présentation du marché des éditeurs de logiciels.....	25
4.3.2 Caractéristiques de marché	27
4.3.3 Défis structurels	27
4.3.4 Taille du marché	29
4.3.5 Tendances et perspectives de marché.....	29

4.4	Analyse financière de CAST	31
4.4.1	Compte de résultat du Groupe sur la période 2017-2021	31
4.4.2	Bilan du Groupe sur la période 2017-2021.....	35
4.4.3	Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2017-2021	38
4.4.4	Activité du premier semestre 2022	40
4.5	Matrice SWOT	42
5.	Evaluation des actions de CAST.....	43
5.1	Méthodes d'évaluation écartées	43
5.1.1	Actif net comptable consolidé	43
5.1.2	Actif net comptable réévalué	43
5.1.3	Actualisation des dividendes futurs	43
5.1.4	Valeur liquidative.....	44
5.2	Critères d'évaluation retenus	44
5.3	Données de référence de CAST	45
5.3.1	Nombre de titres retenu	45
5.3.2	Dette financière nette	46
5.4	Mise en œuvre de la valorisation de CAST	47
5.4.1	La référence à la transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre principal)	47
5.4.2	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou DCF (à titre principal)48	
5.4.3	Cours de bourse de la société (à titre secondaire).....	51
5.4.4	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	53
5.4.5	Méthode des transactions comparables (à titre indicatif).....	56
5.4.6	Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)	59
6.	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	61
6.1	L'apport en nature d'Actions au profit de l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche	62
6.2	Les investissements et réinvestissements de divers Investisseurs Individuels de la Société et de BDC dans l'Initiateur préalablement et concomitamment à l'Acquisition du Bloc de Contrôle	63
6.2.1	Souscription en actions ordinaires de l'Initiateur	63
6.2.2	Apport en nature par les Investisseurs individuels	64
6.2.3	Souscription à des actions de préférence – Actions A	65

6.2.4	Souscription à des obligations convertibles.....	66
6.2.5	Prêt d'actionnaire	67
6.3	Financements liés à l'Acquisition du Bloc de Contrôle.....	68
6.4	Autres financements liés à l'Offre	69
6.5	Le <i>Tender Offer Agreement</i>	69
6.6	Pactes d'associés	70
6.7	Les mécanismes de liquidité encadrant les plans d'options de souscription non exerçables, les plans d'actions gratuites non acquises et non cessibles	72
6.8	Promesses de liquidité consenties sur les actions de l'Initiateur	73
6.9	Cession des actions de CAST Italie par M. Vincent Delaroche	74
6.10	Acquisition d'actions hors marché	74
6.11	Autres accords dont l'Initiateur a connaissance.....	74
7.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Etablissement Présentateur.....	75
7.1	Choix des critères d'évaluation	75
7.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation.....	76
7.2.1	Données de référence	76
7.2.2	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	77
7.2.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	77
7.2.4	Analyse du cours de bourse	78
7.2.5	Méthode des comparables boursiers	78
7.2.6	Méthode des transactions comparables	79
7.2.7	Objectifs de cours des analystes	79
8.	Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre.....	80
8.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation de CAST	80
8.2	Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	81
9.	Annexe.....	83
9.1	Présentation de FINEXSI et de la mission	83

La présente attestation d'équité annule et remplace celle établie le 7 septembre 2022 qui, depuis cette date, a fait l'objet d'une demande de complément d'information par l'AMF. Le complément d'information demandé porte sur l'ajout d'une précision dans la conclusion du présent rapport et figure au §8.2. Il ne remet en cause ni la substance ni les conclusions de notre attestation d'équité.

1. Présentation de l'Opération

1.1 Contexte de l'Offre

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'OPAS » ou « l'Offre ») initiée par FINANCIERE DA VINCI, (« l'Initiateur ») visant l'intégralité des actions CAST SA (ci-après « CAST » ou « la Société ») non détenues par elle à la date de la présente Offre, à l'exclusion des 388.014 actions auto-détenues au 31 juillet 2022, soit un nombre total maximum de 5.739.757¹ actions représentant environ 31,1% du capital, au prix de 7,55 €, nous avons été chargés, en qualité d'Expert Indépendant désigné par le Conseil d'administration de CAST, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. L'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») ne s'est pas opposée à notre désignation en application de l'article 261-1-1 de son Règlement Général, la Société n'étant pas en mesure de constituer le comité ad hoc en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant, tel que mentionné et défini au III de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »). Notre désignation a pris effet au 17 juin 2022.

Notre nomination a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF en raison (i) de l'existence d'accords entre les dirigeants de la Société et l'initiateur de l'Offre (article 261-1 I 2°), (ii) de l'existence d'accords connexes (apport en nature d'Actions au profit de l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche, investissements et réinvestissements de divers Investisseurs Individuels de la Société, de BDC et de BARING dans l'Initiateur préalablement et concomitamment à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, financement de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par un crédit vendeur et une émission obligataire simple, *Tender Offer Agreement* conclu avec la Société, pactes d'associés conclus entre les associés de FINANCIERE DA VINCI, mécanismes de liquidité encadrant les transferts des titres émis par l'Initiateur, mécanismes de liquidité, promesses de liquidité consenties sur les actions de l'Initiateur, cession des actions de CAST Italie par M. Vincent Delaroche) susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4°), et (iii) de l'intention de l'Initiateur de demander, si les conditions sont remplies, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre (article 261-1 II).

¹ Correspondant aux 5.686.457 actions déjà émises et aux 53.300 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Opération à raison de l'exercice des stock-options.

La présente Offre, au prix de 7,55 € par action CAST, fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 21 juillet 2022, de 8 806 595 actions CAST par voie de cession, représentant 48,1%² du capital social et 45,3%³ des droits de vote de la Société, et de 3 417 226 actions CAST par voie d'apport de titres, représentant 18,7%² du capital social et 17,6% des droits de vote de la Société (le « Bloc de Contrôle »). Dans l'hypothèse où le seuil permettant la réalisation d'un retrait obligatoire⁴ (ci-après le « Retrait Obligatoire ») serait atteint à l'issue de l'OPAS, celui-ci serait mis en œuvre avec un complément de prix de 0,30 € par action qui serait versé aux cédants du Bloc de Contrôle et à l'ensemble des actionnaires ayant apporté à l'Offre. Le Retrait Obligatoire serait ainsi réalisé au prix de 7,85 € par action CAST.

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

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

1.2 Sociétés concernées par l'Opération

1.2.1 Présentation de la société initiatrice

FINANCIERE DA VINCI (l'« Initiateur ») est une Société par actions simplifiée de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre, sous le numéro 913 682 399, et dont le siège social est situé au 3 rue Marcel Allégot, 92190 Meudon.

FINANCIERE DA VINCI a été constituée pour les besoins de l'Opération, la majorité de son capital social et de ses droits de vote étant détenue par le fonds de capital investissement BDC IV FPCI, géré par BRIDGEPOINT SAS (« BRIDGEPOINT »), société par actions simplifiée immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 380 223 313 et dont le siège social est situé au 21 avenue Kléber, 75116 Paris.

² Sur la base d'un capital non dilué de 18.298.292 actions correspondant aux actions existantes à la date du Projet de Note d'Information (c'est-à-dire ne comprenant pas les 516.800 actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 456.800 options de souscription et l'acquisition des 60.000 actions gratuites en circulation à la date du Projet de Note d'Information). Il est précisé que les droits de vote double attachés aux actions transférées à l'Initiateur ont été annulés à la suite desdits transferts.

³ Sur la base d'un nombre total de droits de vote théoriques de 19.444.875 (correspondant au nombre total des droits de vote, actions auto détenues comprises, calculé conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF) au 31 juillet 2022, et compte tenu de la perte des droits de vote double attachés aux actions composant le bloc d'actions cédées à raison de l'acquisition du bloc de contrôle.

⁴ 90% du capital et des droits de vote de la Société.



Il est par ailleurs précisé que BDC IV S.à.r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, affiliée à Bridgepoint, ayant son siège social au 6B, rue du Fort, Niedergrünewald, L-2226 Luxembourg, inscrite au Registre du Commerce et des Sociétés du Luxembourg sous le numéro B253211 (« BDC IV S.à r.l. », désigné ensemble avec BDC IV FPCI, « BDC ») est détentrice de la majorité des obligations convertibles (« OC ») (tel que ce terme est défini ci-après) émises par l'Initiateur.

BDC est un affilié de BRIDGEPOINT GROUP PLC, un gestionnaire d'actifs alternatifs international et coté, dédié aux sociétés de taille moyenne. Avec plus de 30 Mds€ d'actifs sous gestion, la société compte plus de 170 professionnels de l'investissement couvrant six secteurs (la technologie, les services aux entreprises, les biens de consommation, les services financiers, la santé et l'industrie de pointe) en Europe, aux États-Unis et en Asie.

1.2.2 Présentation de la Société objet de l'Offre

CAST est une Société anonyme de droit français à Conseil d'Administration immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 379 668 809. Son siège social est situé au 3 rue Marcel Allégot à Meudon (92190).

Crée en 1990, la Société a été introduite en bourse le 26 mai 1999 sur le Nouveau Marché. Les actions de la Société sont aujourd'hui admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris (code ISIN : FR0000072894).

Au 30 juin 2022, le capital social de la Société s'élevait à 7.234.436,80 € divisé en 18.086.092 actions d'une valeur nominale de 0,40 €. Les actions détenues depuis plus de deux ans au nominatif bénéficient d'un droit de vote double.

La répartition du capital et des droits de vote théoriques de CAST se présente au 21 juillet 2022, préalablement à l'acquisition du bloc de contrôle par l'Initiateur, comme suit :

Tableau 1 – Actionnariat de CAST au 21 juillet 2022

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
DevFactory FZ-LLC	4 957 125	27,38 %	7 954 143	30,35 %
Crédit Mutuel Equity SCR	3 091 635	17,08 %	5 719 490	21,82 %
Long Path Holdings 2, LP	1 890 866	10,45 %	1 890 866	7,21 %
Vincent Delaroche	1 827 835	10,10 %	3 655 670	13,95 %
Auto-détention	388 014	2,14 %	388 014	1,48 %
Public	5 947 117	32,85 %	6 702 303	25,57 %
Total	18 102 592	100 %	26 310 486	100 %

Source : Projet de note d'information



Il convient de noter que CAST a mis en place des plans d'actions gratuites et des plans de souscription d'actions, résumés comme suit dans le projet de note d'information :

Plans	Plan FS1	Plan FS2	Plan FS3
Date de l'assemblée générale	7 juin 2019	7 juin 2019	7 juin 2019
Date du Conseil d'Administration / Date d'attribution	5 octobre 2020	10 septembre 2021	29 octobre 2021
Nombre total d'Actions Gratuites attribuées gratuitement	80.000	50.000	10.000
Date de l'acquisition définitive	5 avril 2022	10 septembre 2024	29 avril 2025
Fin de la période de conservation	5 octobre 2022	10 mars 2025	29 octobre 2025
Conditions de performance	Non	Non	Oui
Conditions de présence	Oui	Oui	Oui
Nombre total d'Actions en période d'acquisition	0	50.000	10.000
Nombre d'actions en période de conservation au 31 juillet 2022	80.000	0	0

Plan	Date de l'assemblée générale	Date du conseil d'administration/date d'attribution	Nombre d'Options de Souscription en circulation	Prix d'exercice	Exercables	Non exercables
SO33INT	19/05/2011	30/04/2013	2 000	1,44 €	2 000	0
SO34INT	19/05/2011	22/01/2014	3 000	1,95 €	3 000	0
SO35 & SO35INT	24/06/2014	19/01/2015	4 000	2,93 €	4 000	0
SO36INT	24/06/2014	13/04/2015	7 500	2,96 €	7 500	0
SO38 & SO38INT	24/06/2014	02/02/2016	8 000	3,21 €	8 000	0
SO39-1 & SO39-1INT	27/05/2016	18/04/2017	4 000	3,44 €	4 000	0
SO40 & SO40INT	27/05/2016	30/03/2018	14 000	3,51 €	14 000	0
SO41INT	27/05/2016	26/10/2018	24 000	3,58 €	0	24 000
SO42 & SO42INT	27/05/2016	03/05/2019	22 400	3,08 €	9 600	12 800
SO43	07/06/2019	13/09/2019	24 000	3,23 €	0	24 000
SO44-1, SO44-1INT & SO44-2	27/05/2016	30/04/2020	59 400	2,04 €	1 200	58 200
SO45-1	07/06/2019	30/04/2021	9 500	4,15 €	0	9 500
SO46-1 & SO46-2	07/06/2019	29/10/2021	145 000	4,13 €	0	145 000
SO47	07/06/2019	26/11/2021	70 000	4,59 €	0	70 000
SO48	07/06/2019	30/01/2022	60 000	4,39 €	0	60 000
Total			456 800		53 300	403 500

« A la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance de l'Initiateur :

- un maximum de 60.000 Actions Gratuites émises dans le cadre du plan FS2 et FS3, seront encore en période d'acquisition à la date de clôture estimée de l'Offre et ne pourront pas être apportées à l'Offre, en conséquence, ces Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre (les « Actions Gratuites Non Acquises »), il est précisé que, tel que décrit à la section I.4.9.2, ces Actions Gratuites Non Acquises ont vocation à terme à devenir caduques,
- un maximum de 80.000 Actions Gratuites émises dans la cadre du plan FS1, sont encore en période de conservation à la date du présent Projet d'Information, mais seront cessibles à la date de clôture estimée de l'Offre et pourront par conséquent être apportées à l'Offre.

Ainsi, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, les Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini dans la section II.4 du présent Projet de Note d'Information) ne pourront pas être apportées à l'Offre, sauf si les périodes d'acquisition ou de conservation des Actions Gratuites, le cas échéant, expirent avant la date estimée de clôture de l'Offre (notamment dans les cas de décès ou d'invalidité d'un bénéficiaire).



[...] A la date du présent Projet de Note d'Information, et à la connaissance de l'Initiateur :

- 456.800 Options de Souscription attribuées par la Société sont en vigueur, susceptibles de donner lieu à l'émission de 456.800 Actions nouvelles ;
- parmi ces 456.800 Options de Souscription :
 - 53.300 sont exerçables, étant précisé que les Actions qui résulteraient de leur exercice seraient cessibles aux termes des plans d'Options de Souscription sous-jacents ; et
 - 403.500 ne sont pas exerçables dans le calendrier d'Offre projeté ; leurs titulaires ne pourront donc apporter à l'Offre, les Actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de ses Options de Souscription NE. Ces Options de Souscription NE sont couverts par les mécanismes de liquidité décrits à la Section I.4.9.1, étant précisé que 354.200 Options de Souscription NE ont vocation à terme à devenir caduques. »

1.3 Présentation de l'Offre

1.3.1 Contexte et motifs de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information du 31 août 2022 établi par la Société FINANCIERE DA VINCI (le « Projet de Note d'Information ») :

« CME, LPP, M. Vincent Delaroche (les « Actionnaires de Référence ») et l'Initiateur ont conclu, après des discussions ayant également impliqué Bridgepoint, une promesse unilatérale d'achat en langue anglaise assortie d'un engagement d'exclusivité (la « Promesse d'Achat ») en date du 18 mai 2022 relative à l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur au Prix de l'Offre augmenté, le cas échéant, d'un Complément de Prix, par voie d'apport en nature et de cession.

L'entrée en négociations exclusives a été annoncée par voie de communiqué de presse publié le 18 mai 2022.

Par ailleurs, lors de sa réunion du 17 mai 2022, le conseil d'administration de la Société (le « Conseil d'Administration ») a accueilli favorablement et à l'unanimité le principe de l'Opération et a initié un processus de sélection et de nomination d'un Expert Indépendant.

Le Contrat d'Acquisition a été signé le 19 mai 2022 une fois que le comité social et économique de la Société a rendu un avis positif sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle le 18 mai 2022. Le Contrat d'Acquisition a par la suite fait l'objet d'un avenant en date du 21 juillet 2022.

Concomitamment à la conclusion du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur et la Société ont également conclu un accord de soutien à l'Offre en langue anglaise (tender offer agreement) (le « TOA »), aux termes duquel l'Initiateur s'est engagé à déposer l'Offre, et la Société s'est engagée à coopérer avec l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. [...]



Conformément aux stipulations du Contrat d'Acquisition, l'Acquisition du Bloc de Contrôle était subordonnée à la levée des trois conditions suspensives (ensemble les « Conditions Suspensives ») :

- la remise par un commissaire aux apports désigné par l'Initiateur (i.e. Monsieur Fabrice Vidal) d'un rapport sur l'évaluation des Actions apportées à l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle précisant notamment que la valeur réelle desdites Actions apportées est égale au montant de l'augmentation de capital corrélative au sein de l'Initiateur (prime d'apport incluse) ;
- l'approbation par les associés de l'Initiateur, conformément au droit applicable et aux dispositions des statuts de l'Initiateur :
 - des stipulations du traité d'apport conclu entre M. Vincent Delaroche et LPP (en qualité d'apporteurs) et l'Initiateur (en qualité de bénéficiaire) à la Date de Réalisation (le « Traité d'Apport ») conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce ;
 - de l'émission de 7.323.500 actions ordinaires de l'Initiateur au profit de M. Vincent Delaroche en rémunération des 970.000 Actions apportées à l'Initiateur conformément aux stipulations du Traité d'Apport ;
 - de l'émission de 3.925.910 actions ordinaires de l'Initiateur, 1.784.505 actions de préférence de catégorie A de l'Initiateur et 8.565.623 obligations convertibles en actions ordinaires de l'Initiateur au profit de LPP en rémunération des 1.890.866 Actions apportées à l'Initiateur conformément aux stipulations du Traité d'Apport,
- la conservation par M. Vincent Delaroche d'une fonction de salarié et/ou de mandataire social de la Société ou de l'une de ses filiales à la Date de Réalisation⁵ immédiatement avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle,

À la suite de la levée des Conditions Suspensives, l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée à la Date de Réalisation par voie :

- d'apport à l'Initiateur par M. Vincent Delaroche et LPP de 2.860.866 Actions représentant 15,63 % du capital social de la Société ;
- d'apport à l'Initiateur par les Investisseurs Individuels de 556.360 Actions représentant 3,04 % du capital social de la Société ; et
- de cession à l'Initiateur de (i) 4.957.125 Actions par DevFactory, représentant 27,09 % du capital social de la Société, (ii) 3.091.635 Actions par CME, représentant 16,90 % du capital social de la Société et (iii) 757.835 Actions par M. Vincent Delaroche, représentant 4,14 % du capital social de la Société.

[...] Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, l'Initiateur détiendrait plus de 90 % du capital social et des droits de vote de la Société, lui permettant de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant cédé ou apporté leurs Actions dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, un Complément de Prix d'un montant de 0,30 euro par Action.

⁵ 21 juillet 2022

Il est précisé qu'hormis le mécanisme de Complément de Prix, il n'existe pas d'autre clause de complément de prix figurant dans les accords conclus dans le cadre de l'Opération.

À l'issue des différentes opérations visées ci-dessus, l'Initiateur détient à la date du Projet de Note d'Information, de manière directe 12.223.821 Actions représentant 66,80 % du capital social de la Société et 62,86 % des droits de vote théoriques⁶.

Dans un communiqué de presse du 21 juillet 2022, la Société et l'Initiateur ont annoncé la réalisation définitive de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et l'intention de l'Initiateur de mettre en œuvre la présente Offre au Prix de l'Offre.

[...] Conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Acquisition du Bloc de Contrôle ayant fait franchir à l'Initiateur le seuil de 30 % des titres de capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a déposé le présent projet d'Offre tel que décrit à la section II du Projet de Note d'Information.

1.3.2 Répartition du capital et des droits de vote de la Société

« [...] A la date du Projet de Note d'Information, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Initiateur	12 223 821	66,80 %	12 223 821	62,86 %
Public	5 686 457	31,08 %	6 833 040	35,14 %
Auto-détention	388 014	2,12 %	388 014	2,00 %
Total	18 298 292	100 %	19 444 875	100 %

A la date du Projet de Note d'Information, à l'exception des Actions mentionnées ci-dessus, des Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini dans la section II.4 du présent Projet de Note d'Information) et des Options de Souscription, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. »

⁶ Sur la base d'un nombre total de droits de vote de 19.444.875 (correspondant au nombre total des droits de vote, Actions auto détenues comprises, conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF) au 31 juillet 2022, et compte tenu de la perte des droits de vote double attachés aux Actions composant le bloc d'Actions cédées à raison de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

1.3.3 Retrait obligatoire

« En application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur demandera à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire visant les Actions, dans le cas où les Actions détenues par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas plus de 10 % du capital social et des droits de vote de la Société. Le Retrait Obligatoire portera sur les Actions autres que (i) celles détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci et (ii) les Actions auto-détenues par la Société. Il sera effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre augmenté d'un Complément de Prix de trente centimes (0,30€) par Action. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation automatique des Actions d'Euronext Paris. » [...]]

1.3.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

- « Apport en nature d'Actions au profit de l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche conformément au Contrat d'Acquisition » : « LPP et M. Vincent Delaroche ont souhaité procéder à l'apport au profit de l'Initiateur de 2.860.866 Actions pour un montant total de 21.599.538,30 euros, à la Date de Réalisation. »
- « Investissements et réinvestissements de divers Investisseurs Individuels de la Société et de BDC dans l'Initiateur préalablement et concomitamment à l'Acquisition du Bloc de Contrôle » :
 - « Préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle :
 - « BDC a investi dans l'Initiateur la somme globale de 96.777.031 euros »
 - « BCF Europe Funding Limited, Société de droit irlandais, dont le siège social est situé 32, Molesworth Street, Dublin 2, Irlande, immatriculée sous le numéro 531870 (« Baring ») a investi dans l'Initiateur la somme globale de 2.500.000 euros »
 - « les Investisseurs Individuels ont réalisé au profit de l'Initiateur un apport en nature de 556.360 Actions, d'une valeur globale de 4.200.518 euros. En rémunération de cet apport en nature, l'Initiateur a procédé à l'émission de 4.200.515 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 4.200.515 euros. »
 - « À l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, une seconde partie des Investisseurs Individuels s'est engagée à investir au sein de l'Initiateur via un apport en numéraire d'un montant total de 1.587.000 euros par la souscription de 1.587.000 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 euro, pour un prix total de souscription de 1.587.000 euros. »



- *Il est par ailleurs précisé que certains Investisseurs Individuels bénéficieront d'une attribution gratuite d'actions ordinaires ou d'attribution d'options émises par l'Initiateur. La totalité des actions ordinaires attribuées gratuitement par l'Initiateur représenteront 3,91 % des actions ordinaires émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (représentant un montant nominal total de 678.423 euros), étant précisé que les actions ordinaires attribuées gratuitement par l'Initiateur au titre de la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (visé à la section I.4.9.2) représenteront 0,51 % des actions ordinaires émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (représentant un montant nominal total de 88.736 euros). »*
- *« Répartition du capital social de l'Initiateur et des OC émises par ce dernier à la date de dépôt du Projet de Note d'information »*
- *« Répartition du capital social de l'Initiateur à l'issue de l'Offre (ou le cas échéant de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire) » : « À l'issue de l'Offre (et, le cas échéant, de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire), la quote-part du Prêt d'Actionnaire mobilisée pour financer l'Offre (et, le cas échéant, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire) sera utilisée par BDC pour souscrire, par compensation de créance, à l'émission d'actions ordinaires (à hauteur de 27,5 %), d'Actions A (à hauteur de 12,5 %) et d'OC (à hauteur de 60 %). »*
- *« Financement de l'Acquisition du Bloc de Contrôle » : « Afin de financer l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur a également (outre les émissions visées dans la section I.4.2 du présent Projet de Note d'Information) :*
 - *conclu un crédit vendeur d'un montant total en principal de 5.000.000 euros (le « Crédit Vendeur ») avec DevFactory, qui s'est engagée à souscrire des obligations simples émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (les « Obligations Crédit Vendeur ») par compensation de créance avec ledit Crédit Vendeur, et*
 - *émis des obligations simples de catégorie A (les « Obligations A ») d'un montant total en principal de 15.000.000 euros au profit de Baring. »*
- *« Principaux droits financiers et politiques attachés aux actions ordinaires, Actions A, OC, Obligations Crédit Vendeur, Obligations A, Obligations B1 et Obligations B2 »*
- *« Le Tender Offer Agreement conclu avec la Société » : « Le 19 mai 2022, la Société et l'Initiateur ont conclu le TOA. Le TOA a pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. »*
- *« Pactes d'associés conclus entre les associés de Financière Da Vinci »*
- *« Mécanismes de Liquidité »*
- *« Promesses de liquidité consenties sur les actions de l'Initiateur détenues par les Investisseurs Individuels »*
- *« Autres accords »*

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

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

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



3. Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en Annexe), conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020, ont principalement consisté à :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de CAST ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de CAST, comprenant notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour CAST susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre CAST ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;
 - L'examen des performances financières historiques ;
 - L'analyse détaillée des comptes et du plan d'affaires du Groupe avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de CAST, et en particulier des modalités de l'acquisition (par voie de cession et d'apport) hors marché, par FINANCIERE DA VINCI, d'un bloc de 12.223.821 actions CAST, survenue le 21 juillet 2022 ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels, ainsi que l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'examen détaillé des modalités sur lesquelles se fondent les droits à compléments de prix en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément à l'alinéa 4° de l'article 261-1 I du Règlement Général précité ;



- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité ad hoc ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil d'administration de CAST, exposant les travaux d'évaluation des actions de la Société et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre de derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

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

Il n'entre pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui pourront lui être communiqués.

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

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

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des Sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Nous avons pris connaissance des travaux de l'établissement présentateur, la banque BRYAN, GARNIER & CO (ou « l'Établissement Présentateur), tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'Établissement Présentateur.

Enfin, nous précisons à titre d'information qu'aucun actionnaire minoritaire ne s'est manifesté auprès de nous dans le cadre de la présente Offre.

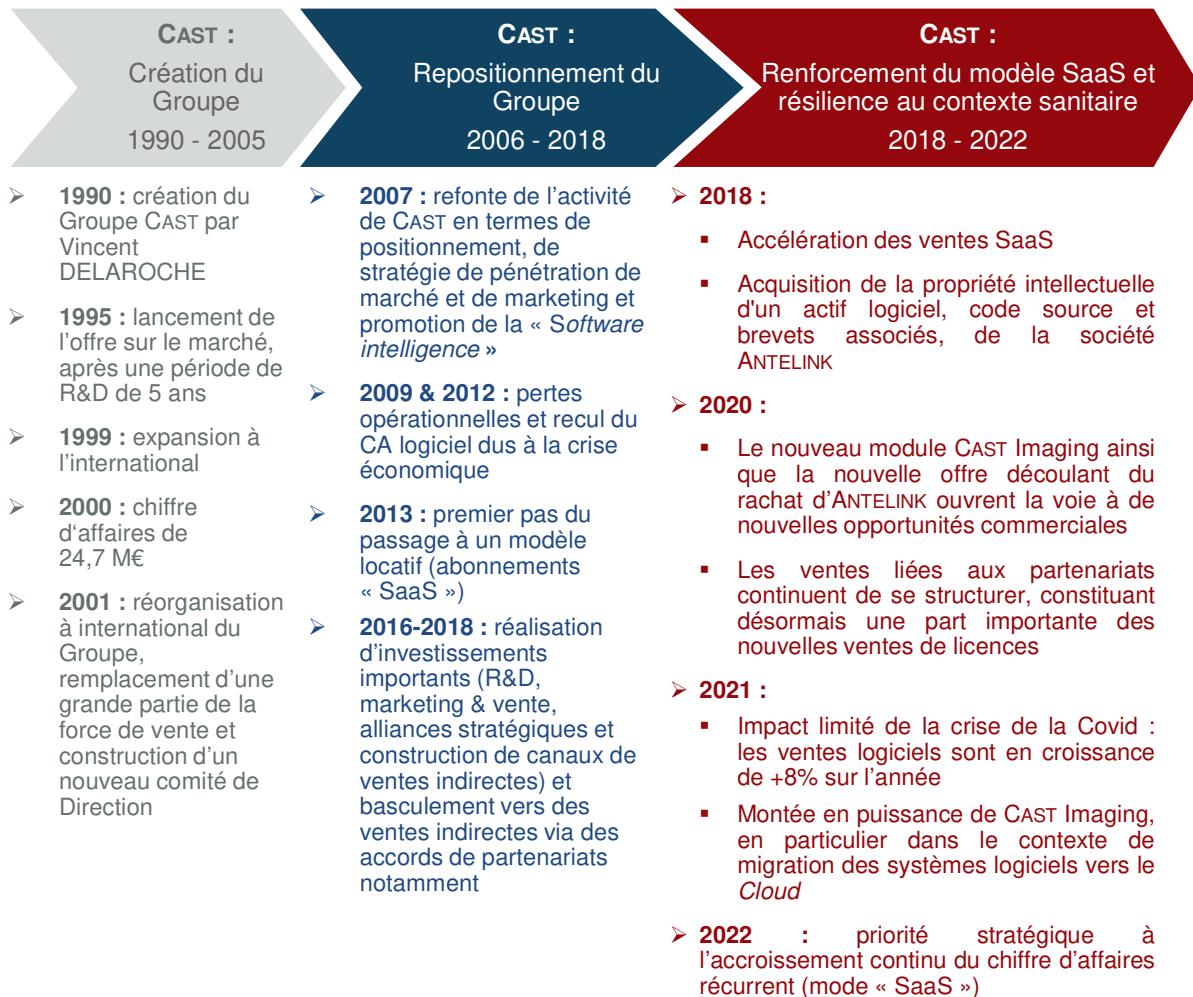
Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation des activités et de l'environnement économique de CAST

4.1 Présentation de la société Cast

4.1.1 Rappel de l'historique

Figure 1 - Historique de la société CAST



Source : Rapport financier annuel 2021

Fondée en 1990 par Vincent Delaroche afin de répondre aux besoins d'analyse des structures internes des logiciels, jugées opaques, complexes et difficiles à maîtriser, CAST a intégralement autofinancé sa croissance initiale.

En 1999, CAST a fait appel à l'épargne publique pour financer sa croissance à l'international. Le Groupe réalise ainsi un chiffre d'affaires de 24,7 M€ en 2000, représentant une hausse annuelle de +72% de l'activité « Logiciels ».

Cependant, les évènements du 11 septembre 2001, qui ont entraîné le gel temporaire des budgets « innovations », rendant la fin de l'année 2001 particulièrement difficile. Dans ce contexte, le management s'est principalement concentré sur une réorganisation à l'international, notamment en remplaçant une grande partie de ses effectifs de vente et en mettant en place un nouveau comité de Direction.

En 2007, CAST a mené une refonte de son activité, en termes de positionnement, de stratégie de pénétration de marché et de marketing, avec la promotion du concept de « *software intelligence* ».

Toutefois, la crise économique de 2008 impacte négativement l'activité du Groupe.

En 2012, le basculement vers un modèle locatif (abonnements « Software-as-Service » - *SaaS*), une tendance privilégiant la location des logiciels à l'acquisition des licences, a engendré un recul du chiffre d'affaires logiciel de -22% (23,9 M€ en 2012 vs. 30,8 M€ en 2011) et des pertes opérationnelles.

S'en est suivie à partir de 2013 une période de croissance marquée par une bonne dynamique commerciale sur l'activité Logiciel, notamment aux États-Unis et en Inde, et la confirmation du passage à un modèle locatif.

Entre 2016 et 2018, la Société a réalisé des investissements significatifs, en particulier en termes de R&D, de marketing, de force de vente, d'alliances stratégiques et de construction de canaux de ventes indirectes.

À partir de 2018, les ventes *SaaS* se sont accélérées, passant de 1,2 M€ en 2018 à 5,9 M€ en 2020. Le nouveau module Imaging (IRM du logiciel à travers la visualisation des structures internes des logiciels) et la nouvelle offre découlant du rachat d'ANTELINK ouvrent la voie à de nombreuses opportunités commerciales, qui se sont concrétisées en 2020.

D'autre part, constituant désormais une part importante des nouvelles ventes de licences, les ventes liées aux partenariats ont continué de se développer. Les partenariats stratégiques et alliances commerciales du Groupe sont le plus souvent signés avec des Sociétés de taille plus importante que CAST, et sont avant tout des prescripteurs ou des vecteurs de notoriété pour CAST et ses produits. Aucun partenariat ne représente plus de 10% du chiffre d'affaires de CAST.

Enfin, le Groupe a été faiblement impacté par la crise de la Covid-19 sur un plan économique. En 2021, les ventes de logiciels ont augmenté de +8% et l'activité *SaaS* a poursuivi sa progression.

Dans ce contexte, le Groupe a mis en avant sa solution « CAST Imaging », dans le contexte de migration des systèmes logiciels vers le *Cloud*. Fort de ce succès, CAST Imaging est devenu le produit phare de la Société.

Le Groupe se focalise désormais sur l'accroissement continu du chiffre d'affaires récurrent, lequel repose sur un modèle d'abonnement annuel.

Les logiciels de CAST répondent aux enjeux de digitalisation des grands Groupes, tels que la modernisation des applications, la migration vers le *Cloud*, l'agilité et la productivité des équipes de développement, la maîtrise des risques et la réduction des coûts.

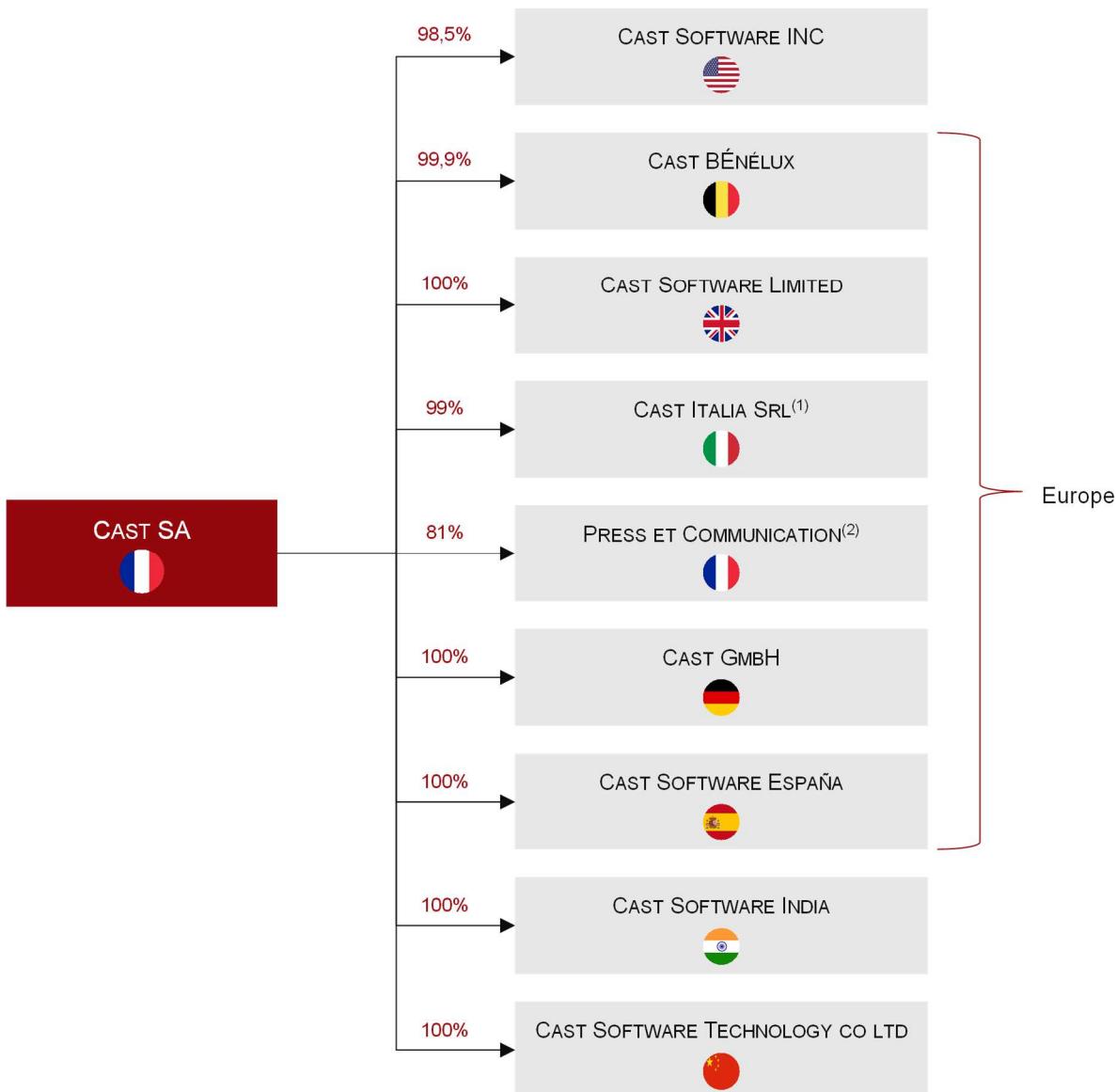


4.2 Présentation des activités de CAST

4.2.1 Organigramme du groupe CAST

L'organigramme juridique du Groupe CAST est présenté ci-après :

Figure 2 - Organigramme du groupe CAST au 30 juin 2022



(1) Postérieurement au 30 juin 2022, CAST SA a acquis le solde de la participation dans CAST ITALIA SRL, dont elle détient désormais 100% du capital

(2) La société PRESS ET COMMUNICATION est sans activité au 30 juin 2022

Source : Rapport financier annuel 2021

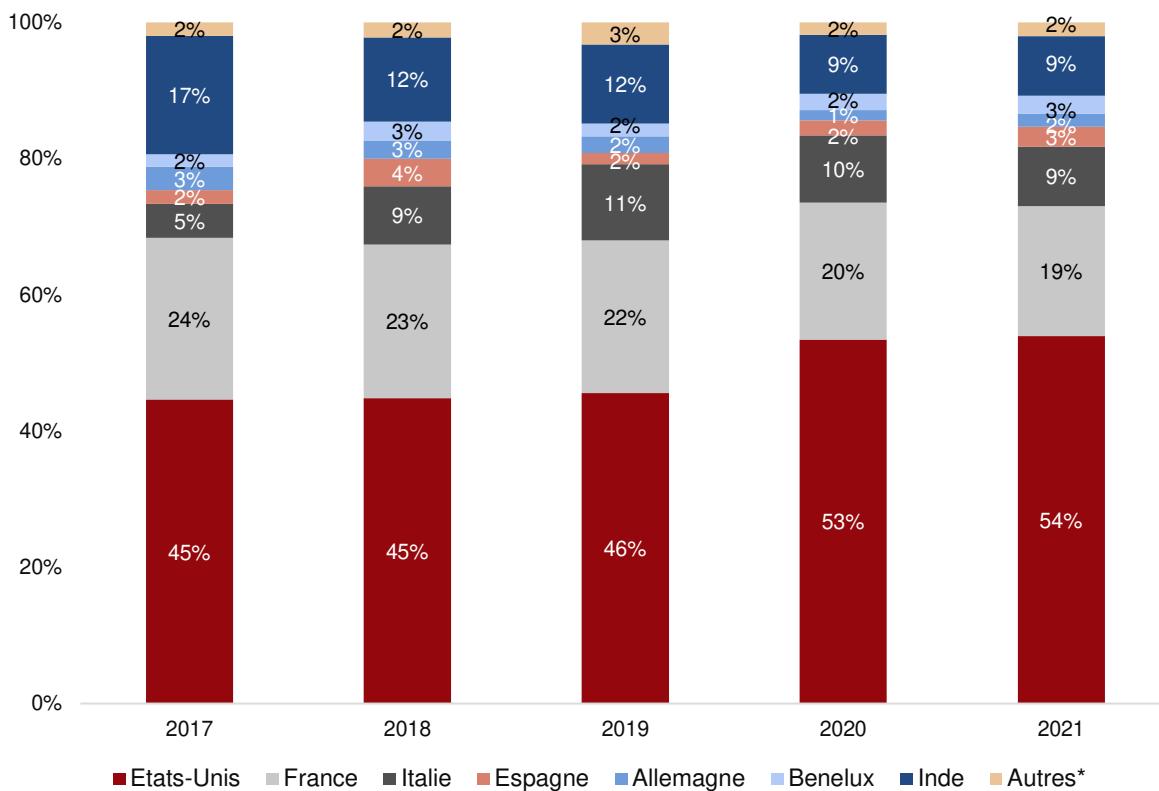
4.2.2 La présence géographique du groupe CAST

La stratégie de développement du groupe CAST repose principalement sur une politique de croissance organique notamment axée sur l'international.

En 2021, le Groupe a réalisé 19,0% de son chiffre d'affaires en France et 81,0% à l'international, dont la part est en croissance continue ces dernières années (cf. ci-après).

Les principales zones géographiques couvertes par le groupe sont la France, les États-Unis, l'Angleterre, le Benelux, l'Italie, l'Allemagne, l'Espagne, l'Inde et la Chine.

Figure 3 - Évolution de la ventilation géographique du chiffre d'affaires depuis 2017



* Autres : Royaume-Uni, Chine, Suisse

Sources : Document de référence 2018, Documents d'enregistrement universel 2019 et 2020, Rapport financier annuel 2021

Les deux principales filiales commerciales du Groupe sont CAST SA, la Société mère du Groupe qui exerce également une activité commerciale sur le territoire français, et la filiale américaine qui regroupe une partie de l'équipe dirigeante.

Les principales relations commerciales entre les Sociétés du Groupe font notamment l'objet d'un contrat de distribution définissant un taux de royalties :

- Ce taux s'applique au chiffre d'affaires des produits logiciels, lequel est généré par la vente de licences et la maintenance des produits logiciels ;
- Quelle que soit la filiale, ce taux a historiquement été de 40%.

Par ailleurs, le Groupe a recours à des distributeurs externes afin de développer les ventes dans les pays non couverts directement par ses filiales, en particulier au Moyen-Orient, en Asie et en Amérique du Sud.

En Inde, le Groupe dispose (i) d'équipes de R&D, (ii) d'équipes de *business development* s'adressant au marché domestique, aux grandes Sociétés de services informatiques (COGNIZANT, INFOSYS, TCS, WIPRO, etc.) et aux centres de développement *offshore* des grandes multinationales et (iii) d'une importante équipe de consultants.

Par ailleurs, le Groupe dispose d'une base de clients élargie, le rendant peu dépendant de ses principaux clients :

- Les 10 premiers clients du Groupe sont généralement différents d'une année sur l'autre ;
- Le poids du premier client dans le chiffre d'affaires 2021 était de c.9% (17% en 2020) ;
- Le poids des 5 premiers clients représente c.25% du chiffre d'affaires en 2021 contre 31% en 2020.

4.2.3 Les offres de CAST

L'activité principale du Groupe est l'édition et la vente de solutions logicielles (CAST Imaging et CAST Highlight). Le Groupe fournit également des prestations de maintenance et de services.

La technologie CAST permet d'auditer, de façon automatique, la qualité structurelle d'un système logiciel.

L'offre logicielle du Groupe s'adresse principalement aux directions informatiques des grandes entreprises, de leurs prestataires, ou de leurs fournisseurs de progiciels : DSI (Directeur des systèmes d'information), Directeur des Études, Directeur Qualité, Responsable de l'Outsourcing, Responsable du Project Management Office, ou Responsables d'applications ou de projets importants.

Elle est également utilisée dans le cadre d'audit et de vérifications préalables à des investissements portant sur des logiciels ou des Sociétés dont l'activité s'appuie sur un logiciel.

4.2.3.1 CAST Imaging et modules additionnels – Vente de licences (41% du chiffre d'affaires 2021)

Le produit phare du Groupe, CAST Imaging (« l'IRM pour logiciels »), est une plateforme logicielle d'analyse des structures internes des systèmes logiciels.

Cette solution fournit une représentation graphique de l'architecture interne et des informations sur la qualité structurelle des systèmes logiciels (par exemple la robustesse ou la maintenabilité).

L'ensemble des informations générées permet :

- Aux dirigeants de décider, dialoguer et contrôler en s'appuyant sur des données objectives et factuelles ;
- Aux équipes Architecture et Qualité de mieux appréhender la complexité des applications logicielles sur lesquelles ils travaillent.

CAST Imaging est commercialisé via la cession temporaire (location) et parfois illimitée (perpétuelle) d'une licence logicielle, ou bien au travers d'offres de services gérées par des partenaires intégrateurs. Les contrats sont reconductibles annuellement.

Par ailleurs, CAST Imaging étant installé au sein de l'infrastructure des clients ou au sein de leurs firewalls, le Groupe n'a pas accès à l'information générée.



4.2.3.2 CAST Highlight – Abonnements SaaS (14% du chiffre d'affaires 2021)

Le Groupe édite et commercialise également la solution logicielle CAST Highlight. Celle-ci est utilisée à plusieurs fins :

- L'analyse des risques et économies potentielles au sein d'un portefeuille d'application ;
- L'analyse rapide et continue de la qualité des développements en mode *DevOps* ;
- L'analyse de l'aptitude technique des systèmes logiciels à une migration vers le *Cloud* (notion de « *Cloud Readiness* »)
- L'analyse de la composition des logiciels, pour faire apparaître l'usage de composants *open source*.

L'analyse des logiciels par la solution CAST Highlight est plus rapide et moins détaillée que celle de CAST Imaging. Toutefois, elle répond à des besoins d'analyses rapides portant sur un plus large périmètre, souvent l'ensemble du portefeuille applicatif d'une Société.

Grâce à une visualisation graphique et synthétique de l'architecture d'une application ainsi qu'une navigation dynamique à l'intérieur de celle-ci, l'outil permet d'analyser chaque composant et d'identifier les interactions et dépendances avec le reste de l'application.

Cette offre logicielle est accessible en mode *SaaS* (*Software as a Service*) et est commercialisée sous forme d'abonnement annuel.

Avant d'être transférées dans un *Cloud* sécurisé, les données résultant des analyses de cette solution logicielle sont cryptées. Le code source n'est pas remonté dans le *Cloud* et reste au sein des infrastructures techniques des clients. Il reste ainsi protégé en termes de confidentialité.

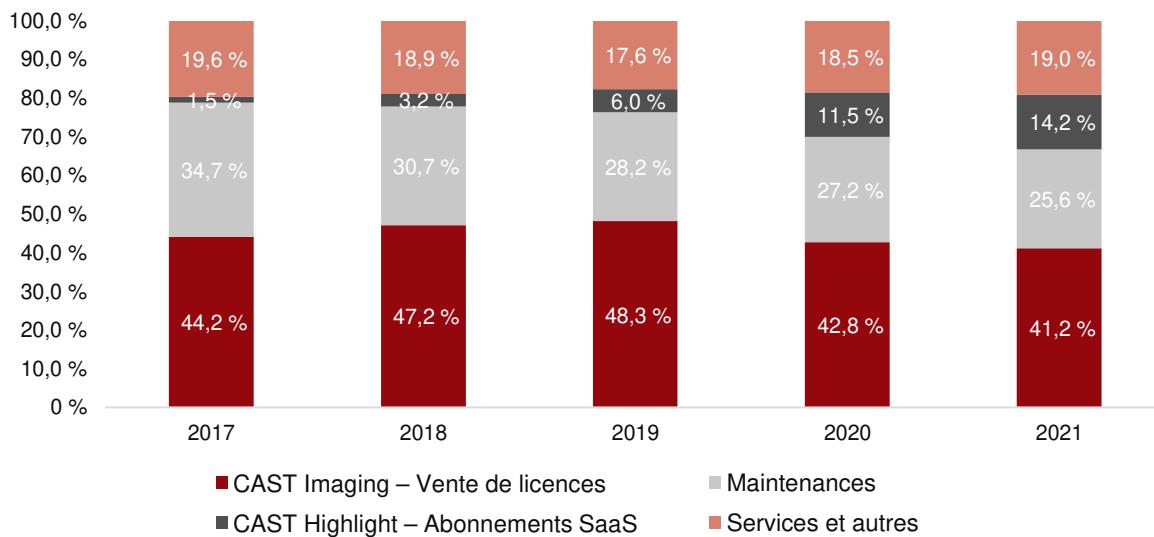
4.2.3.3 Maintenance des solutions logicielles (26% du chiffre d'affaires 2021)

Le Groupe fournit des prestations de maintenance (mises à jour et support technique), associées à ses solutions logicielles, et dont le prix de vente correspond à un pourcentage du prix de la licence vendue (généralement 20% du prix hors taxes de l'acquisition du droit d'usage des licences).

4.2.3.4 Services et autres (19% du chiffre d'affaires 2021)

Le Groupe assure des prestations de services associées à la vente de ses logiciels, tels que la formation ou le consulting produit (installation, formation sur site, prise en main, accompagnement).

Par ailleurs, le Groupe fournit une base de *benchmarking*, qui s'appuie sur les données du logiciel CAST Imaging. Ces données sont anonymisées puis classifiées par secteur et par technologie et offrent une base objective et empirique sur la qualité structurelle des systèmes informatiques.

Figure 4 - Évolution de la ventilation du chiffre d'affaires par activité depuis 2017

Sources : Document de référence 2018, Documents d'enregistrement universel 2020, Rapport financier annuel 2021

Le virage stratégique vers le modèle d'abonnement (*SaaS*), opéré par CAST depuis quelques années, a eu pour conséquence d'augmenter la part de son chiffre d'affaires récurrent, lequel représentait 14% du chiffre d'affaires en 2021.

Le chiffre d'affaires annuel est par ailleurs affecté par un effet de saisonnalité, les ventes de licence étant réalisées le plus souvent en fin de semestre (juin et décembre).

4.2.4 La stratégie de CAST

S'adressant à un marché en développement, CAST cible essentiellement les grandes entreprises et les ESN (Entreprise de services du numérique).

Le Groupe utilise deux canaux de commercialisation pour atteindre sa clientèle : (i) sa force de vente directe et (ii) des partenariats :

- Afin de démultiplier ses leviers de croissance et gagner en notoriété, CAST cherche continuellement à renforcer ses alliances stratégiques – cabinets de conseil, éditeurs de logiciels et Sociétés de services en informatique – afin de construire des offres de services utilisant le logiciel CAST.
- De façon plus récente, CAST a collaboré avec des éditeurs de logiciel afin de commercialiser des offres logicielles intégrant en partie la plateforme logicielle de CAST.

Dans les années à venir, ces canaux de ventes pourraient permettre une accélération significative du développement du Groupe, à la fois en termes de chiffres d'affaires⁷ et de pénétration de nouveaux segments de marché. Cette stratégie est reflétée dans le plan d'affaires présenté ci-après (cf. §5.4.2.1).

⁷ Croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires attendue à +16,2% dans le plan d'affaires entre 2021 et 2026E, porté par les deux principaux produits CAST HIGHLIGHT.

Par ailleurs, le Groupe se concentre sur l'accroissement continu du chiffre d'affaires récurrent, lequel repose sur un modèle d'abonnement annuel (*SaaS*), permettant une meilleure visibilité et une sécurisation des revenus.

Enfin, CAST a récemment développé plusieurs cas d'usage : les audits pré-M&A, la migration vers le *Cloud*, les gains de productivité immédiats et la prévention des risques.

4.3 Caractéristiques de l'environnement économique et concurrentiel de CAST

Pour les besoins de cette partie du rapport, nous avons notamment basé nos travaux sur une étude de l'institut XERFI datant de janvier 2022 et portant sur l'édition de logiciels.

4.3.1 Présentation du marché des éditeurs de logiciels

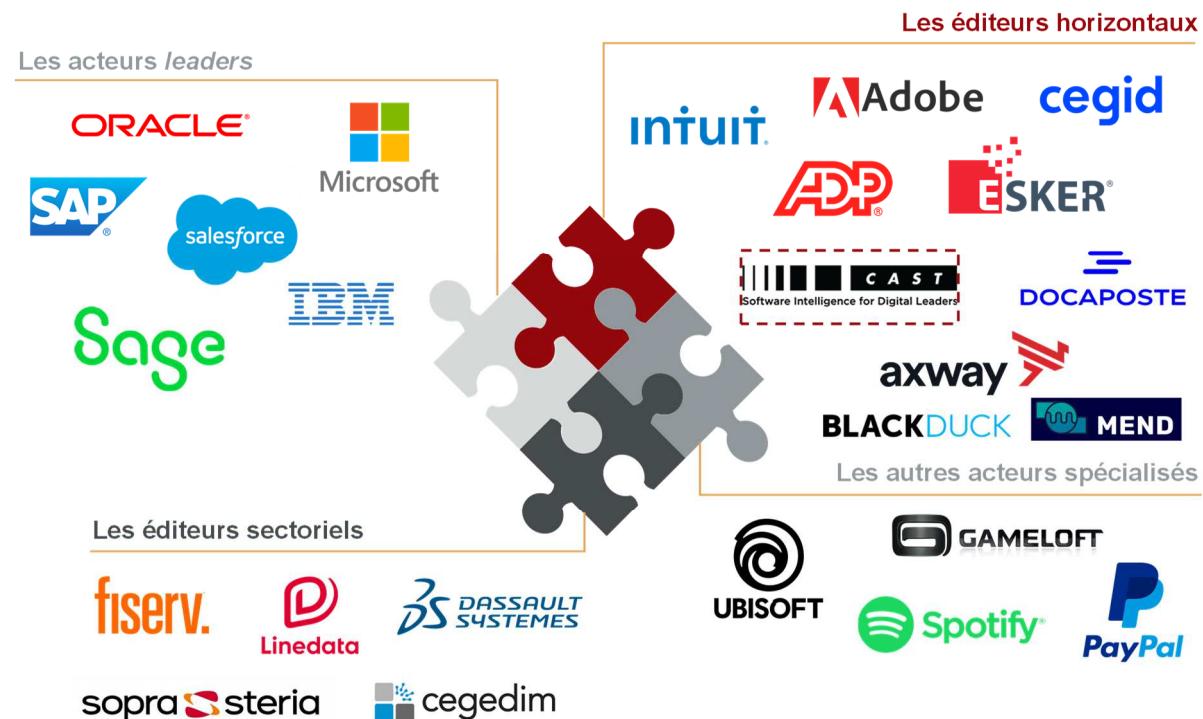
Un éditeur de logiciels conçoit, développe et commercialise des solutions logicielles. Ces solutions sont généralement à destination des entreprises et des administrations qui représentent près de 80% de la clientèle des éditeurs en France⁸. En France, les secteurs de la banque-assurance et de l'industrie sont les deux principaux marchés dont sont issus les clients des éditeurs de logiciels.

⁸ Source : XERFI – l'édition de logiciels (janvier 2022).



L'environnement concurrentiel dans lequel évolue la Société se présente comme suit :

Figure 5 – Environnement concurrentiel de CAST SA



Sources : STATISTA – Largest software and programming companies worldwide by sales revenue from 2017 to 2022 (mai 2022), NUMEUM/EY – Top 250 des éditeurs de logiciels français (édition 2021), XERFI – l'édition de logiciels (janvier 2022), Analyses FINEXSI

Comme présenté ci-dessus, les éditeurs de logiciels se décomposent en trois grandes catégories d'acteurs :

- Les éditeurs dits « horizontaux », proposant une offre généraliste avec des solutions pouvant trouver des applications dans la plupart des secteurs d'activité ;
- Les éditeurs dits « sectoriels », dont les solutions sont dédiées à un secteur d'activité particulier (banque/assurance, industrie, transport etc...) ; et
- Les autres acteurs spécialisés, à l'instar des éditeurs de jeux par exemple.

4.3.2 Caractéristiques de marché

Les éditeurs de logiciels ont recours à deux modes de commercialisation pour leurs solutions :

- La vente de licences : mode de commercialisation historique qui se caractérise par la vente d'un droit d'utilisation (sans cession des droits d'auteur) permettant à l'utilisateur d'installer un logiciel sur ses appareils. L'acquisition d'une licence donne généralement accès à la solution de façon illimitée dans le temps (licences perpétuelles). Les coûts que supportera l'utilisateur par la suite seront uniquement liés à la maintenance / *helpdesk* ou encore aux mises à jour du logiciel. Les ventes de licences de logiciels peuvent également s'accompagner de celles de terminaux spécifiques (« *hardware* ») ; et
- La vente en mode « *Software as a Service* » (*SaaS*) : les logiciels ne sont plus stockés sur les machines de l'utilisateur, mais sur des serveurs externes (dans le « *cloud* »). L'utilisateur a généralement accès aux solutions via une connexion internet, un accès qui lui est facturé par l'éditeur, généralement sous la forme d'un abonnement.

Certains éditeurs commercialisant des licences proposent également des services connexes tels que l'intégration ou encore la maintenance. D'autres font le choix d'une commercialisation par l'intermédiaire de distributeurs tels que les entreprises de services numériques (ESN). Dans ce cas, les ESN accompagnent alors les clients finaux dans le déploiement des solutions logicielles et les personnalisent en fonction de leurs attentes et besoins.

L'avènement du modèle « *SaaS* » offre de nouvelles opportunités aux éditeurs qui peuvent désormais déployer des stratégies de distribution et de commercialisation directe de leurs solutions, et ainsi s'affranchir progressivement de leurs partenaires distributeurs.

Les revenus des éditeurs de logiciels proviennent ainsi i) de la vente de leurs solutions et ii) des services de maintenance/support associés lorsque ceux-ci sont proposés par ces derniers.

4.3.3 Défis structurels

Trois grands phénomènes caractérisent et structurent le marché des éditeurs de logiciels.

4.3.3.1 Faibles barrières à l'entrée

Le secteur des éditeurs de logiciels se caractérise dans un premier temps par de faibles barrières à l'entrée, un phénomène s'expliquant notamment par la séparation de plus en plus perméable entre les activités des éditeurs et celles d'autres acteurs tels que les ESN. En effet, à la manière des éditeurs qui adoptent de plus en plus un modèle « serviciel » avec davantage de prestations de services, certaines ESN proposent des solutions logicielles qui leur sont propres en complément de leur offre de services et/ou de conseil, à l'image de SOPRA STERIA en France avec ses solutions SOPRA BANKING ou encore SOPRA HR.

Par ailleurs, le niveau d'intensité capitalistique peu élevé caractérisant le secteur tend également à réduire les barrières à l'entrée et explique l'importance des acteurs de petite taille au sein du secteur : à titre d'exemple, plus de 80% des éditeurs de logiciels en France employaient moins de 10 salariés en 2019⁹.

⁹ Source : XERFI – l'édition de logiciels (janvier 2022)

La forte proximité des éditeurs avec d'autres acteurs « IT » en termes d'activités ou encore le faible niveau d'intensité capitalistique observé dans le secteur se traduisent notamment par un niveau de concurrence élevé, accentué par les clients et leur recours aux appels d'offres et une capacité limitée des opérateurs à revaloriser leurs politiques tarifaires.

4.3.3.2 Innovation technologique

L'innovation technologique est un autre des défis auxquels font face les éditeurs de logiciels. En effet, la transformation digitale et toutes les thématiques liées (cybersécurité, intelligence artificielle ou encore *cloud computing*) bouleversent l'activité de bon nombre d'entreprises.

Avec l'accélération du progrès technologique, notamment au cours de la dernière décennie, le secteur fait face à une banalisation croissante de l'innovation. Avec une demande clients en expertises techniques toujours plus importante, celles-ci deviennent de plus en plus la norme, à l'instar des accès aux solutions via internet (rendu possible grâce au « *cloud* » et au « *SaaS* » entre autres). La crise de la Covid-19 a d'ailleurs révélé l'importance critique du modèle « *SaaS* » : les clients ayant accès à ce type de solutions ont en effet pu poursuivre en partie leur activité à distance dans un contexte de restrictions au niveau des déplacements, et les éditeurs proposant ces solutions ont quant à eux pu s'assurer des revenus durant cette période d'arrêt des activités. Les éditeurs sont alors contraints de consentir à des efforts conséquents pour rester à la pointe de la technologie.

4.3.3.3 Pénurie de main-d'œuvre et difficultés de recrutement

Le manque de personnel qualifié est une autre caractéristique du secteur qui s'explique par une croissance de la demande en solutions logicielles plus rapide que celle de la main-d'œuvre disponible pour y répondre. À titre d'exemple, le syndicat du numérique français NUMEUM estime qu'il manquerait près de 10 000 profils d'ingénieurs chaque année sur ce marché.

La spécificité des profils recherchés tend à accentuer ces difficultés de recrutement : face à l'exigence de la demande, les acteurs du marché sont à la recherche de profils de plus en plus spécifiques (*data scientists*, ingénieur *DevOps*, spécialistes en cybersécurité etc.).

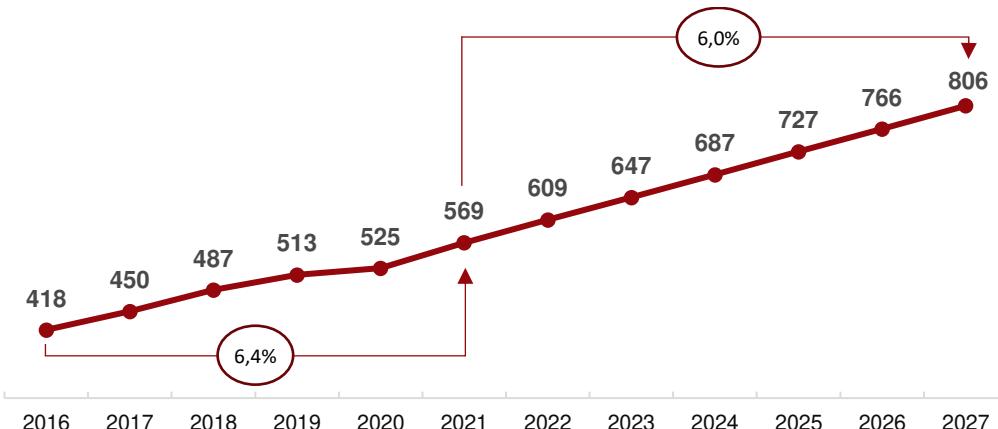
Les phénomènes décrits ci-dessus tendent alors à faire croître les charges de personnel des acteurs du marché, du fait notamment de politiques de rémunération relativement avantageuses pour attirer ces profils très techniques et fidéliser ceux déjà en poste. Ce poids que peuvent constituer les charges de personnel oriente certains acteurs du marché vers l'*offshoring*.



4.3.4 Taille du marché

Le graphe ci-après présente l'évolution du marché mondial de l'édition de logiciels sur la période 2016-2027.

Figure 6 - Évolution du marché mondial du logiciel (en Mds\$) sur la période 2016-2027



Sources : STATISTA, Analyses FINEXSI

Au niveau mondial, le chiffre d'affaires généré par les éditeurs de logiciels s'établissait à 569 Mds\$ en 2021 et devrait atteindre 609 Mds\$ d'ici fin 2022, soit une croissance de +7,0%. Sur la période 2016-2021, le marché mondial a enregistré une croissance continue avec un taux annuel moyen de +6,4%, la crise de la Covid-19 n'ayant eu qu'un impact limité sur le secteur qui a affiché une croissance de +2,3% en 2020.

En 2027, ce marché devrait atteindre une taille de près de 806 Mds\$, soit une croissance annuelle moyenne de +6,0% sur la période 2021-2027, en ligne avec celle observée sur 2016-2021.

Cette dynamique peut également être observée sur le marché français des éditeurs qui a retrouvé dès 2021 ses niveaux de croissance d'avant-crise avec un chiffre d'affaires en hausse de +9,5% par rapport à 2020 (contre +0,8% en 2020 et +7,7% en 2019). La prévision de croissance en 2022 s'établit quant à elle à +8,5%. Ces chiffres sont entre autres portés par l'importance du numérique dans le fonctionnement des organisations, notamment mis en lumière par la crise sanitaire.

Celle-ci a en effet significativement accéléré le processus de digitalisation des entreprises, notamment par l'intermédiaire du recours au travail à distance en réponse aux restrictions de déplacement, ce dont les acteurs du secteur n'ont pas manqué de tirer profit. Grâce à leurs offres « à la demande », les éditeurs ont pu réagir rapidement et proposer à leurs clients une solution souple et cohérente capable de répondre aux restrictions de déplacement notamment.

4.3.5 Tendances et perspectives de marché

En plus de trouver des solutions leur permettant de faire face aux défis structurels du secteur, les éditeurs de logiciels devront suivre un certain nombre de nouvelles tendances pour capter de nouveaux niveaux de croissance dans les années à venir.

4.3.5.1 Sous-jacents

Pour leur croissance future, les acteurs peuvent dans un premier temps s'appuyer sur des fondamentaux qui ont contribué et continueront de contribuer à leur croissance.

- Dépenses en matériel informatique : la place quotidienne des ordinateurs, notamment au sein des entreprises, complétée par le succès d'autres terminaux numériques (*smartphones*, tablettes, etc.) qui ne cessent de se multiplier, constitue la base d'une demande constante pour les éditeurs de logiciels. Outre l'innovation technologique, satisfaire la demande en logiciels passe également par l'adaptation aux nouveaux comportements utilisateurs qui la caractérisent, notamment via le portage de solutions existantes sur des supports autres que l'ordinateur ;
- Investissements dans les technologies de l'information et de la communication (TIC) : le bon fonctionnement des systèmes d'information joue un rôle clé dans l'amélioration des opérations au sein des organisations. Ces dépenses sont ainsi, pour la plupart des entreprises, un poste de charge stratégique et difficilement compressible, même en période de restrictions budgétaires ou de ralentissement d'activité, comme ce fut le cas pendant la crise sanitaire.

4.3.5.2 Enjeux et perspectives d'avenir

La transformation digitale sera au cœur des problématiques auxquelles feront face les acteurs du marché dans les années à venir, aussi bien pour eux-mêmes que pour les solutions qu'ils proposeront à leurs clients. Parmi l'ensemble des enjeux qui s'imposent aux éditeurs de logiciels, le « *SaaS* » est sans doute l'une des principales priorités pour les années à venir.

Au-delà de ses bénéfices opérationnels (hébergement des solutions en serveur externe, déploiement plus rapide chez le client, absence des problèmes de mise à jour de version, etc.), ce modèle est vecteur d'un nouveau modèle économique et commercial. Le « *SaaS* » permet en effet une augmentation des revenus récurrents, contrairement à la vente de licences qui se caractérise par des revenus constatés en « une fois » pour les acteurs. Le *SaaS* permet également aux acteurs de s'affranchir progressivement des intermédiaires avec qui ces derniers s'associent pour la commercialisation de leurs solutions, à l'instar des ESN. Il offre aussi une nouvelle proximité avec leurs clients qui sera également source de nouvelles opportunités pour les acteurs de marchés.

De nouvelles opportunités s'ouvriront en effet aux éditeurs de logiciels qui feront évoluer leur *business model* vers un modèle « serviciel ». En effet, avec la proximité vis-à-vis de leur clientèle nouvellement acquise via le *SaaS*, ainsi que la demande en expertises technologiques de plus en plus importante, les acteurs les plus avancés dans leur transition vers le *SaaS* pourront adopter un modèle « *one-stop-shop* » en proposant des offres alliant solutions logicielles de pointe et prestations de services à forte valeur ajoutée. De telles offres leur permettront alors de devenir, à l'instar des ESN, des partenaires de premier plan dans la transformation digitale de leurs clients.

4.4 Analyse financière de CAST

Les états financiers consolidés de CAST sur la période de 2017 à 2021 sont présentés ci-après. Ces comptes ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de CAST, les cabinets PRICEWATERHOUSECOOPERS et RSM PARIS.

4.4.1 Compte de résultat du Groupe sur la période 2017-2021

L'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé de CAST est résumée ci-après :

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé de CAST sur la période 2017-2021

En k€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires	36 719	37 564	39 740	40 999	44 240
% croissance	0,8%	2,3%	5,8%	3,2%	7,9%
Frais de personnel	(30 328)	(31 846)	(32 402)	(30 238)	(32 006)
Achats et Charges externes	(9 574)	(9 512)	(8 764)	(5 565)	(5 320)
Impôts et taxes	(605)	(493)	(399)	(380)	(237)
Dotations nettes aux amortiss. et provisions	(734)	(142)	(2 002)	(2 661)	(1 780)
Autres produits	331	250	178	199	165
Autres charges	3	(470)	(89)	(187)	(96)
Résultat opérationnel non courant	-	-	-	1 030	88
Résultat opérationnel (EBIT)	(4 188)	(4 650)	(3 738)	3 198	5 055
% du chiffre d'affaires	(11,4)%	(12,4)%	(9,4)%	7,8 %	11,4 %
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	18	42	17	27	47
Coût de l'endettement financier brut	(41)	(48)	(47)	(83)	(65)
Autres produits (+) et Charges financières (-)	(299)	264	(320)	(2 327)	565
Résultat financier	(322)	258	(350)	(2 383)	547
Résultat avant impôt	(4 510)	(4 393)	(4 088)	816	5 602
% du chiffre d'affaires	(12,3)%	(11,7)%	(10,3)%	2,0 %	12,7 %
Charges (-) produits (+) d'impôt sur le résultat	(2 127)	(991)	(122)	(742)	(1 391)
% du résultat avant impôt	47,2 %	22,6 %	3,0 %	(90,9)%	(24,8)%
Résultat net consolidé	(6 637)	(5 383)	(4 210)	74	4 211
% du chiffre d'affaires	(18,1)%	(14,3)%	(10,6)%	0,2 %	9,5 %
dont résultat net part du Groupe	(6 637)	(5 383)	(4 210)	74	4 211

Source : Comptes consolidés 2017 à 2021

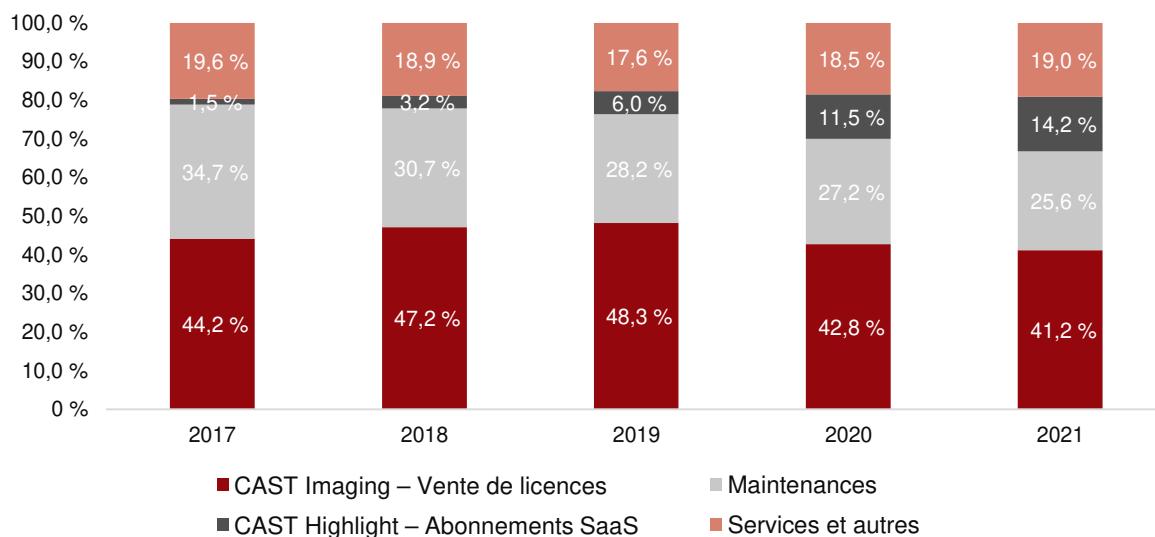


4.4.1.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires est en hausse de +4,8% en rythme annuel moyen sur la période 2017-2021.

La part des ventes en mode SaaS ont sensiblement augmenté sur la période 2017-2021, représentant 14,2% du chiffre d'affaires total du Groupe contre 1,5% en 2017 comme le montre la répartition ci-dessous :

Figure 7 - Répartition du chiffre d'affaires par métier depuis 2017



Sources : Document de référence 2018, Documents d'enregistrement universel 2020, Rapport financier annuel 2021

Le Groupe s'est montré résilient dans le contexte de la crise sanitaire de la Covid-19, avec une croissance du chiffre d'affaires de +3,2% en 2020. En dépit d'une année complexe sur le plan opérationnel, CAST a signé environ 200 nouveaux clients supplémentaires, directement ou à travers ses partenaires, notamment celui avec IBM.

Le Groupe a confirmé cette tendance en 2021, avec une croissance annuelle de +7,9%. Par ailleurs, les ventes réalisées avec les partenaires ont représenté plus de 50% du total de l'année, et la pénétration du marché s'est accélérée, avec l'acquisition de plus de 200 nouveaux clients.

En 2021, le chiffre d'affaires récurrent total peut être estimé à c.22 M€, soit 49,7% du chiffre d'affaires du Groupe (vs 18,7 M€ en 2020, soit 45,6% du chiffre d'affaires du Groupe). Il est obtenu en additionnant : (i) le chiffre d'affaires SaaS récurrent¹⁰, (ii) le chiffre d'affaires Licences récurrent¹¹ et (iii) le chiffre d'affaires Maintenance récurrent¹².

L'activité de CAST présente par ailleurs une certaine saisonnalité, le chiffre d'affaires des ventes ou de la location de solutions logicielles étant généré le plus souvent en fin de semestre (juin et décembre).

¹⁰ Valeur annuelle des abonnements vendus en 2021 pour au moins 12 mois

¹¹ Valeur annuelle des licences logicielles temporaires de 1 an ou plus vendues en 2021

¹² Chiffre d'affaires de maintenance logicielle attendu pour 2022, hors maintenances associées aux nouvelles transactions

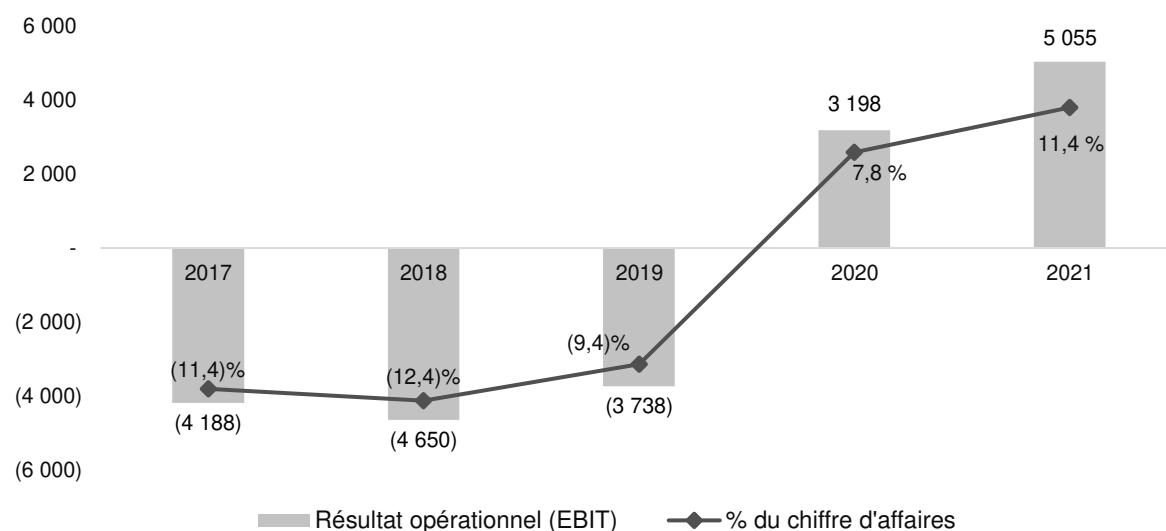
4.4.1.2 Résultat opérationnel (EBIT)

Sur la période analysée, le résultat opérationnel s'est sensiblement amélioré, passant de -11,4% du chiffre d'affaires en 2017 à 11,4% du chiffre d'affaires en 2021, soit un gain de 22,8 points.

Dans le contexte de la crise sanitaire de la Covid-19, le Groupe a réalisé des économies significatives en termes de dépenses de recrutement (baisse des frais de personnel de -6,7% en 2020) et de frais de déplacement (0,8 M€ en 2020 vs. 2,5 M€ en 2019). Cette baisse des frais de déplacement explique en partie la baisse du poste « Achats et Charges externes » en 2020. Étant donné la hausse du chiffre d'affaires enregistrée cette année, l'EBIT de CAST est devenu positif, s'élevant à 3,2 M€ (soit 7,8% du chiffre d'affaires).

La marge d'EBIT a poursuivi sa croissance en 2021 en lien avec la hausse du chiffre d'affaires, avec une hausse de +3,6 points, en raison de la réduction du poids des charges de personnel exprimées en pourcentage de chiffre d'affaires de -1,4 point et des autres achats et charges externes de -1,5 point.

Figure 8 - Évolution de l'EBIT et de la marge d'EBIT depuis 2017



Source : Comptes consolidés 2017 à 2021

4.4.1.3 Résultat financier et résultat net

Le résultat financier atteint son point bas en 2020 à (2 383) K€ contre (350) K€ lors de l'exercice précédent. Cette évolution s'explique par le montant particulièrement élevé du poste « Autres produits et Charges financières » (2 327 K€ en 2020 contre 320 K€ en 2019).

En effet, sur l'exercice 2020, les charges financières ont été particulièrement impactées par des opérations de change liées au remboursement du compte courant avec la filiale américaine, dans le cadre d'un rajeunissement des créances :

- Les pertes latentes de change sur le compte courant en dollars, enregistrées jusque-là en réserves de conversion, ont été reclassées en résultat financier ;
- L'évolution défavorable du dollar en 2020 a accentué l'impact négatif de change sur ces mêmes transactions.

Les postes « Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie » et « Coût de l'endettement financier brut » sont relativement stables et de montants non significatifs sur la période analysée.

En 2021, le résultat financier est positif à 547 K€, à comparer avec un résultat négatif de 2,4 M€ en 2020.

Quant au résultat net de CAST, celui-ci est devenu positif (74 K€) en 2020. En effet, la profitabilité croissante de la Société (housse du résultat opérationnel) a plus que compensé la hausse ponctuelle des charges financières de cet exercice.

En 2021, le résultat net a poursuivi sa progression, représentant 9,5% du chiffre d'affaires du Groupe. La hausse du résultat net est à mettre en regard avec (i) la hausse de la marge d'EBIT (11,4% du chiffre d'affaires en 2021 contre 7,8% du chiffre d'affaires en 2020) et (ii) le résultat financier positif (547 K€ en 2021 contre (2,4) M€ en 2020).

4.4.2 Bilan du Groupe sur la période 2017-2021

L'évolution du bilan de CAST sur la période 2017-2021 est résumée ci-après :

Tableau 3 - Évolution du bilan de CAST sur la période 2017-2021

En k€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021
Immobilisations incorporelles	131	294	228	172	137
Immobilisations corporelles	661	544	463	355	418
Droits d'utilisation	-	-	3 931	3 558	2 174
Immobilisations financières	468	479	673	546	540
Impôts différés actifs	553	533	779	698	332
Actifs non courants	1 812	1 850	6 074	5 329	3 601
Créances clients	18 518	16 886	25 382	18 698	26 813
Autres actifs courants	2 199	2 652	3 079	1 960	2 683
Trésorerie et équivalents de trésorerie	3 305	10 155	2 242	12 484	14 767
Actifs courants	24 022	29 694	30 703	33 143	44 263
Actif	25 834	31 544	36 777	38 472	47 865
Capital social	5 937	7 118	7 158	7 170	7 177
Primes liées au capital	28 703	37 202	37 319	37 345	37 382
Réserves et résultat part du groupe	(30 374)	(34 646)	(39 123)	(38 333)	(33 052)
Capitaux propres	4 266	9 674	5 354	6 182	11 507
Dettes financières - Échéances > 12 mois	562	369	88	4 644	3 974
Passifs de loyers - Echéances > 12 mois	-	-	2 904	2 549	1 901
Impôts différés passif	-	-	-	30	40
Engagement de retraite	1 267	1 227	1 594	1 834	2 072
Passifs sur contrat - PCA non courants	420	1 010	752	2 076	2 294
Dettes non courantes	2 249	2 606	5 338	11 134	10 281
Dettes fournisseurs	2 045	1 570	2 287	1 321	1 555
Dettes financières à court terme	1 441	360	1 685	368	772
Passifs de loyers - Echéances < 12 mois	-	-	1 307	1 206	436
Provisions courantes	-	35	40	190	150
Dettes fiscales et sociales	7 538	7 557	8 778	7 552	9 169
Passifs sur contrat - PCA courants	8 283	9 486	11 305	10 340	13 876
Autres Créditeurs	11	256	684	178	117
Dettes courantes	19 318	19 264	26 086	21 155	26 076
Passif	25 834	31 544	36 777	38 472	47 865

Source : Comptes consolidés 2017 à 2021

4.4.2.1 Actifs non courants

Les actifs non courants sont principalement composés de droits d'utilisation, d'immobilisations financières et d'immobilisations corporelles et, dans une moindre mesure, d'impôts différés actifs et d'immobilisations incorporelles.

Les éléments comptabilisés en immobilisations incorporelles correspondent à des concessions, des brevets et droits similaires.



L'application de la norme IFRS 16 (contrats et locations) à partir de 2019 a entraîné la comptabilisation de droits d'utilisation à hauteur de 3 931 K€ en 2019, 3 558 K€ en 2020 et de 2 174 K€ en 2021.

Les immobilisations corporelles sont, quant à elles, principalement constituées d'installations générales, d'agencements et d'aménagements divers, de matériel de bureau, d'informatique et de mobilier.

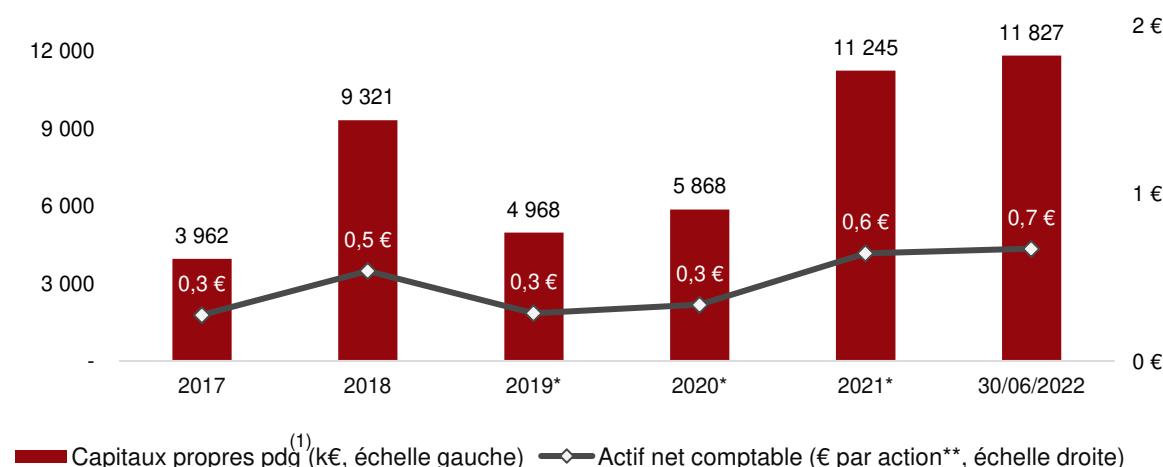
Les impôts différés actifs (332 K€ en 2021) sont liés aux provisions d'indemnités de départ à la retraite.

4.4.2.2 Structure financière

Capitaux propres

L'évolution des capitaux propres part du Groupe et de l'actif net comptable par action CAST qui en résulte sur la période 2017-2021 est présentée ci-après :

Figure 9 - Évolution des capitaux propres part du Groupe, de l'actif net comptable consolidé par action CAST et du cours moyen de l'action CAST sur la période 2017 – 30 juin 2022



(1) Les valeurs des capitaux propres pdg correspondent à la différence entre les capitaux propres figurant au bilan consolidé et les intérêts minoritaires (à savoir 304 K€ en 2017, 353 K€ en 2018, 386 K€ en 2019, 314 K€ en 2020 et 262 K€ en 2021 et au 30 juin 2022)

* Après application de la norme IFRS 16

** L'actif net comptable par action a été calculé sur la base du nombre d'actions en circulation à la clôture de chaque exercice ou semestre.

Sources : Comptes consolidés 2017 à 2021, Rapport des commissaires aux comptes au 30 juin 2022, analyses FINEXSI

Les capitaux propres ont progressé en 2020 et 2021, en raison de l'affectation d'un résultat net bénéficiaire.

Sur la période analysée, la principale opération sur le capital est l'augmentation de capital par placement privé réalisée le 23 mai 2018, permettant au Groupe de lever 10,7 M€ et se traduisent par la création de 2.828.396 actions, soit une valeur de 3,8€ par action et 15,9% du capital post-opération.

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de CAST (hors dettes IFRS 16) sur la période 2017-2021 est présentée ci-après :

Tableau 4 - Évolution de l'endettement financier net de CAST sur la période 2017-2021

Au 31 décembre - En k€	Avant IFRS 16				
	2017	2018	2019	2020	2021
Dettes financières auprès des établiss. de crédit	1 181	227	18	-	-
Dettes financières - Covid 19	-	-	-	4 800	4 645
Dettes financières diverses	607	501	311	212	101
Dettes de factoring et assimilés	-	-	1 443	-	-
Concours bancaires courants	215	-	-	-	-
Dettes financières	2 004	728	1 772	5 012	4 746
Valeurs mobilières de placement	-	-	-	(814)	-
Disponibilités	(3 305)	(10 155)	(2 242)	(11 670)	(14 767)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(3 305)	(10 155)	(2 242)	(12 484)	(14 767)
Endettement financier net	(1 301)	(9 427)	(470)	(7 472)	(10 021)

Source : Comptes consolidés 2017 à 2021

En 2019, afin de sécuriser la trésorerie, le Groupe avait mis en place des solutions de *factoring* dans différentes zones géographiques. Ces contrats perdurent, mais ce mode de financement n'a pas été utilisé depuis fin 2019.

Dans le cadre de la gestion de sa trésorerie moyen terme, CAST SA a recourt à l'emprunt, de façon différenciée en fonction de ses objectifs :

- Les emprunts auprès des établissements de crédit sont le plus souvent adossés à des projets. Les financements levés par le Groupe ont été utilisés pour la création de sa filiale chinoise en 2018, 2019 et 2020 ;
- Les emprunts auprès de BPI financent des projets innovants ou des projets exports ;
- Les emprunts de soutien dans le contexte de la crise de la Covid-19.

Dans le contexte de la crise de la Covid-19, CAST avait signé en France un emprunt PGE auprès de deux établissements financiers pour 4 M€ en 2020. La Société a opté pour le remboursement étalé de ces emprunts (sur une durée de 5 ans), avec un différé de remboursement en capital d'un an, ce qui porte les premiers remboursements à mi 2022. Dans le cadre de mesures analogues, le Groupe avait également contracté en Italie un emprunt de 0,8 M€ remboursable sur 5 ans.

Au 31 décembre 2021, la Société est en position de trésorerie nette de (10 021) K€, le montant de la trésorerie et équivalent de trésorerie (14 767 K€) dépassant largement celui des dettes financières (4 746 K€).

En 2021, la situation de trésorerie nette du Groupe s'est renforcée, compte tenu de la génération croissante de trésorerie liée à l'exploitation et de la stabilité des dettes financières sur l'exercice.



4.4.3 Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2017-2021

L'évolution des flux de trésorerie de CAST sur la période 2017-2021 est résumée ci-après :

Tableau 5 - Évolution des flux de trésorerie de CAST sur la période 2017-2021

En k€	2017	2018	2019	2020	2021
Résultat net consolidé	(6 637)	(5 383)	(4 210)	74	4 211
Dotations nettes aux amortiss. et provisions hors IFRS 16	734	142	338	304	772
Imposition différée & autres impôts	1 919	991	(647)	100	642
Stock-options et autres opérations non monétaires	84	102	(89)	(112)	300
Marge brute d'autofinancement	(3 900)	(4 148)	(4 608)	366	5 925
Variation des créances d'exploitation	(2 143)	1 633	(7 235)	6 344	(7 399)
Variation des dettes d'exploitation	331	(491)	706	(929)	203
Variation nette exploitation	(1 812)	1 142	(6 529)	5 414	(7 195)
Variation des créances et dettes hors exploitation	916	(438)	831	227	544
Charges et produits constatés d'avance	(684)	1 818	1 450	1 150	3 055
Variation nette hors exploitation	232	1 381	2 281	1 376	3 599
Variation du Besoin en Fonds de Roulement lié à l'activité	(1 580)	2 523	(4 248)	6 791	(3 597)
Flux de trésorerie nets générés par l'activité	(5 480)	(1 626)	(8 856)	7 157	2 328
Acquisitions d'immobilisations (yc les coûts de dvlp)	(552)	(521)	(416)	(204)	(281)
Cessions d'immobilisations	18	-	38	126	26
Flux de trésorerie liés à l'investissement	(535)	(521)	(378)	(78)	(255)
Augmentation en capital reçu sur la période	184	10 652	157	38	44
Remboursements d'emprunts (établissements crédit) et factors	(338)	(1 142)	(399)	(1 560)	(266)
Augmentation des emprunts (établissements de crédit)	844	82	1 443	4 800	-
Variation des concours bancaires courants	215	(215)	-	-	-
Rachats actions propres	(4)	(2)	3	-	(12)
Flux de trésorerie liés au financement	901	9 376	1 204	3 278	(234)
Variation de cours des devises	(327)	(379)	117	(115)	443
Variation de trésorerie	(5 440)	6 850	(7 913)	10 242	2 282
Trésorerie d'ouverture	8 745	3 305	10 155	2 242	12 484
Trésorerie de cloture	3 305	10 155	2 242	12 484	14 767

Source : Comptes consolidés 2017 à 2021

4.4.3.1 Flux de trésorerie nets générés par l'activité

Sur la période 2017-2021, les flux de trésorerie nets générés par l'activité sont le reflet de la marge brute d'autofinancement et de l'évolution du BFR.

Ces flux sont négatifs en 2017, 2018 et 2019 en raison de la marge brute d'autofinancement, qui est comprise entre -3,9 M€ et -4,6 M€. Ils atteignent un point bas en 2019 à (8 856) K€ s'expliquant par la marge brute d'autofinancement négative de (4 608) K€ et la variation du BFR défavorable de (4 248) K€.



En 2020, les flux de trésorerie nets générés par l'activité augmentent fortement du fait (i) d'une marge d'autofinancement positive (contrairement aux trois exercices précédents) et (ii) d'une variation des créances d'exploitation favorable de 6 344 K€.

En 2021, la variation du BFR liée à l'activité était de (3,6) M€, dont (7,4) M€ sur les créances d'exploitation. Toutefois, la hausse marquée de la marge brute d'autofinancement du Groupe a plus que compensé cette variation du BFR défavorable, permettant au Groupe de dégager des flux de trésorerie opérationnels d'un montant de 2,3 M€.

4.4.3.2 Flux de trésorerie liés aux investissements

CAST investit majoritairement dans la R&D. Le poste « Acquisitions d'immobilisations (yc les coûts de dvlp) » inclut les coûts de développement du Groupe et explique ainsi l'évolution de la quasi-totalité des flux de trésorerie liés aux investissements.

Par ailleurs, le Groupe investit ponctuellement sur des produits ciblés lui permettant d'accélérer le cycle de développement de ses produits. Ainsi, en 2017, CAST a fait l'acquisition du logiciel ANTELINK, dont l'objet principal repose sur l'identification des composants *Open Source* et de leur « signature électronique » dans les systèmes d'information. Cette acquisition, d'un montant inférieur à 0,3 M€, a fait l'objet d'un contrat de cession de brevet au début de l'année 2018.

Les flux de trésorerie liés aux investissements sont relativement faibles, avec un maximum de (535) K€ en 2017 sur la période analysée.

4.4.3.3 Flux de trésorerie liés aux financements

Afin de financer son développement, CAST réalise ponctuellement des augmentations de capital. Ainsi, le 23 mai 2018, le Groupe a réalisé une augmentation de capital par placement privé pour 10,7 M€ (création de 2 828 396 actions). Cette opération explique principalement la génération de flux de trésorerie de financement de l'exercice 2018.

D'autre part, dans le cadre de la crise de la Covid-19 :

- Le Groupe avait signé, en France, un emprunt PGE auprès de deux établissements financiers pour 4 M€ en 2020. Le Groupe a opté pour le remboursement étalé de ces emprunts sur une durée de 5 ans avec un différé de remboursement en capital d'un an, portant les premiers remboursements à mi 2022 ;
- Dans le cadre de mesures analogues, CAST avait également réalisé un emprunt de 0,8 M€ remboursable sur 5 ans en Italie ;
- Ces deux emprunts ont permis au Groupe d'obtenir un financement d'un montant total de 4,8 M€ en 2020 afin de soutenir son activité.

Par ailleurs, en 2019, le Groupe avait mis en place des solutions de *factoring* dans différentes zones géographiques (aux États-Unis et en France) afin de sécuriser sa trésorerie. Les dettes de *factoring* lancées fin 2019 ont été remboursées au début de l'année 2020.



4.4.4 Activité du premier semestre 2022

4.4.4.1 Compte de résultat

Les comptes semestriels présentés ci-après ont fait l'objet d'un examen limité de la part des commissaires aux comptes de CAST, lesquels n'ont pas relevé d'anomalies significatives.

L'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé de CAST au premier semestre 2022 par rapport au 30 juin 2020 et 2021 est résumée ci-après :

Tableau 6 - Compte de résultat consolidé de CAST au premier semestre 2022

En k€	Après IFRS 16		
	S1 2020	S1 2021	S1 2022
Chiffre d'affaires	19 982	19 473	18 318
% croissance	n.a.	-2,5%	-5,9%
Frais de personnel	(15 693)	(15 267)	(16 173)
Achats et Charges externes	(2 978)	(2 566)	(3 263)
Impôts et taxes	(182)	(161)	(192)
Dotations nettes aux amortiss. et provisions	(1 011)	(758)	131
Autres produits	-	34	17
Autres charges	(187)	(6)	(5)
Résultat opérationnel (EBIT)	(69)	748	(1 167)
% du chiffre d'affaires	(0,3)%	3,8 %	(6,4)%
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	15	10	6
Coût de l'endettement financier brut	(83)	(27)	(32)
Autres produits (+) et Charges financières (-)	(184)	179	452
Résultat financier	(252)	162	426
Résultat avant impôt	(321)	910	(741)
% du chiffre d'affaires	(1,6)%	4,7 %	(4,0)%
Charges (-) produits (+) d'impôt sur le résultat	(232)	(160)	(378)
% du résultat avant impôt	72,3 %	(17,6)%	51,0 %
Résultat net consolidé	(553)	751	(1 119)
% du chiffre d'affaires	(2,8)%	3,9 %	(6,1)%
dont résultat net part du Groupe	(553)	751	(1 119)

Sources : Comptes consolidés au 30 juin 2021 et au 30 juin 2022

Le premier semestre 2022 fait état d'un chiffre d'affaires de 18,3 M€, en baisse de -5,9% par rapport au 30 juin 2021, conséquence du basculement vers un modèle de revenu plus récurrent, lequel permettra de progressivement accélérer la croissance. Ainsi, le nombre de transactions annuelles, dont la valeur unitaire est par nature moindre, est en nette hausse, représentant 29% du volume d'affaires du deuxième trimestre 2022.

La croissance de l'activité pourrait être un peu inférieure aux prévisions. Toutefois, le chiffre d'affaires serait de meilleure qualité du fait d'une proportion plus élevée de la base récurrente. Le management nous a confirmé que ce possible ralentissement de la croissance en 2022 ne remettait pas en cause les prévisions du plan d'affaires à l'horizon 2026.

Le résultat opérationnel (EBIT) est déficitaire (-1,2 M€ contre 748 K€ un an plus tôt), en raison de la hausse des charges externes et des charges de personnel.

Le résultat net s'établit à -1,1 M€, contre 751 K€ au 30 juin 2020.



4.4.4.2 Bilan

L'évolution du bilan de CAST au 30 juin 2022 est résumée ci-après :

Tableau 7 - Bilan de CAST au 30 juin 2022

En k€	Après IFRS 16		
	2020	2021	S1 2022
Immobilisations incorporelles	172	137	122
Immobilisations corporelles	355	418	511
Droits d'utilisation	3 558	2 174	2 114
Immobilisations financières	546	540	540
Impôts différés actifs	698	332	147
Actifs non courants	5 329	3 601	3 434
Créances clients	18 698	26 813	15 925
Autres actifs courants	1 960	2 683	4 333
Trésorerie et équivalents de trésorerie	12 484	14 767	20 096
Actifs courants	33 143	44 263	40 354
Actif	38 472	47 865	43 788
Capital social	7 170	7 177	7 234
Primes liées au capital	37 345	37 382	37 521
Réserves et résultat part du groupe	(38 333)	(33 052)	(32 666)
Capitaux propres	6 182	11 507	12 089
Dettes financières - Échéances > 12 mois	4 644	3 974	3 386
Passifs de loyers - Echéances > 12 mois	2 549	1 901	1 206
Impôts différés passif	30	40	41
Engagement de retraite	1 834	2 072	1 423
Passifs sur contrat - PCA non courants	2 076	2 294	2 814
Dettes non courantes	11 134	10 281	8 871
Dettes fournisseurs	1 321	1 555	1 256
Dettes financières à court terme	368	772	1 175
Passifs de loyers - Echéances < 12 mois	1 206	436	1 042
Provisions courantes	190	150	150
Dettes fiscales et sociales	7 552	9 169	7 719
Passifs sur contrat - PCA courants	10 340	13 876	11 300
Autres Créditeurs	178	117	185
Dettes courantes	21 155	26 076	22 827
Passif	38 472	47 865	43 788

Sources : Comptes consolidés 2020, 2021 et au 30 juin 2022

La trésorerie nette s'élève à 15,5 M€ au 30 juin 2022, en hausse de 5,5 M€ lié principalement à la réduction des créances clients.

Les capitaux propres de CAST s'établissent à 12,1 M€ au 30 juin 2022, après prise en compte du résultat net déficitaire de -1,1 M€ du 1^{er} semestre 2022.



4.5 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 10 - Matrice SWOT de la Société



Sources : Société, Analyses FINEXSI

5. Évaluation des actions de CAST

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

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société, car il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de CAST au 30 juin 2022 s'établit à 11,8 M€, soit une valeur par action de 0,67€¹³.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

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

5.1.3 Actualisation des dividendes futurs

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

Dans la mesure où CAST n'a versé aucun dividende depuis sa création et ne prévoit pas d'en distribuer au cours des trois prochains exercices, la mise en œuvre d'une telle approche ne trouve pas à s'appliquer.

¹³ Sur la base d'un nombre de 17.698.078 actions (hors autocontrôle de 388.014 actions) en circulation au 30 juin 2022

5.1.4 Valeur liquidative

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

5.2 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La référence à la transaction récente intervenue sur le capital de CAST ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (« DCF »).

À titre secondaire, nous avons mis en œuvre les méthodes suivantes :

- La référence au cours de bourse ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des Sociétés cotées comparables.

Et à titre indicatif, nous présenterons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes.

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.



5.3 Données de référence de CAST

5.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2022 (18.086.092 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société (388.014 actions).

Nos calculs tiennent également compte de l'ensemble des instruments dilutifs en circulation au 30 juin 2022. Ces derniers, tous dans la monnaie, correspondent aux :

- 212.200 *stock-options* exercées postérieurement au 30 juin 2022 ;
- 53.300 *stock-options* exerçables ;
- 343.500 *stock-options* non exerçables ;
- 60.000 stock-options attribués en janvier 2022 ;
- 60.000 actions gratuites en cours d'acquisition.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 18.427.078 actions.

Tableau 8 – Nombre d'actions dilué

Nombre d'actions dilué	30/06/2022
Nombre d'actions composant le capital social	18 086
Actions auto-détenues	(388)
Instruments dilutifs en circulation	729
<i>Stock-options exercées postérieurement au 30/06/2022</i>	212
<i>Stock-options exercables</i>	53
<i>Stock-options non exercables</i>	344
<i>Stock-options attribuées en janvier 22</i>	60
<i>Actions gratuites en cours d'acquisition</i>	60
Total	18 427

Sources : Société, Analyses FINEXSI



5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de CAST tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2022.

La trésorerie nette ajustée de CAST au 30 juin 2022 a été déterminée comme suit :

Tableau 9 – Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (avant IFRS 16) de CAST au 30 juin 2022

Eléments de passage entre la VE et la VFP (en k€)	juin-22
Trésorerie et équivalents de trésorerie	20 096
Dette financières	(4 562)
Trésorerie / (dette) nette	15 534
Engagements retraites, après impôts	(1 025)
Provisions courantes et non courantes, après impôts	(108)
Intérêts minoritaires	(1 118)
Retraitements au titre des passifs sur contrats	(2 823)
Encaissements liés à l'exercice des stock-options	2 626
Déficits reportables actualisés	5 637
Créances de CIR	552
Ajustements	3 741
Passage de la VE à la VFP (hors IFRS 16)	19 275

Sources : Rapport financier annuel 2021, Société, Analyses FINEXSI

La trésorerie nette, hors prise en compte de la dette IFRS 16, s'établissant à 15,5 M€ au 30 juin 2022, n'appelle pas de commentaire particulier de notre part. Par ailleurs, nous avons inclus dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, les éléments suivants :

- Les engagements retraite et assimilés pour un montant de -1,0 M€ après impôts au 30 juin 2022 (nets de l'impôt différé actif comptabilisé) ;
- Les provisions pour risques d'un montant de -108 K€ après impôts ;
- Les intérêts minoritaires au sein des filiales CAST BENELUX (0,1%), CAST SOFTWARE INC (1,5%) et CAST ITALIA SRL (1%) pour un montant de -1,1 M€. Ces derniers ont été réévalués sur la base du multiple de chiffre d'affaires induit par le prix d'Offre de 7,55€ ;
- Les passifs sur contrats pour un montant de -2,8 M€ au 30 juin 2022, correspondant aux montants ayant fait l'objet d'un encaissement sur le premier semestre 2022, mais dont la comptabilisation en chiffre d'affaires n'interviendra qu'au deuxième semestre 2022 (chiffre d'affaires pris en comptes dans les flux du plan d'affaires) ;
- Les encaissements liés à l'exercice des *stock-options* en circulation pour un montant de 2,6 M€ (cf. §5.3.1) ;
- Les déficits fiscaux reportables (activés et non activés) au 30 juin 2022 pour un montant de 5,6 M€. Les déficits fiscaux ont été modélisés en fonction de leur horizon de consommation sur l'horizon du plan d'affaires puis intégrés dans notre calcul de dette financière nette. Ils ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans le DCF ;



- Les créances de crédit impôt recherchent (CIR) pour un montant de 552 K€.

Après retraitements, la trésorerie nette ajustée, hors prise en compte de la dette IFRS 16, s'établit à 19,3 M€ au 30 juin 2022.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme n'a pas été prise en compte dans le plan d'affaires du management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, la trésorerie nette présentée ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de -2,2 M€ au 30 juin 2022.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de CAST

5.4.1 La référence à la transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre principal)

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

Le 21 juillet 2022, l'Initiateur a acquis, auprès des principaux actionnaires de CAST (DEVFACTORY qui détenait environ 27,1% du capital, CREDIT MUTUEL EQUITY SCR qui détenait environ 16,9% du capital, LONG PATH HOLDINGS 2, LP qui détenait environ 10,3% du capital, ainsi que Monsieur Vincent Delaroche, fondateur et Président-Directeur Général de CAST, qui détenait environ 9,4% du capital), et auprès de certains cadres et dirigeants (qui détenaient environ 3,04% du capital), 8 806 595 actions CAST par voie de cession, représentant 48,1% du capital social de la Société, et 3 417 226 actions CAST par voie d'apport de titres, représentant 18,7% du capital social de la Société, au prix de 7,55 € par action. Les cédants bénéficient par ailleurs du droit à complément de prix de 0,30 € par action en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Les conditions d'acquisition du Bloc de Contrôle, portant sur environ 67% du capital de la Société, sont strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.

Par ailleurs, en leur qualité de managers de la Société et/ou de membre du Conseil d'administration, une partie des cédants (détenant collectivement environ 36,5%¹⁴ du capital de la Société) dispose d'un accès complet à l'information concernant la Société, de ses risques et opportunités, et se trouve par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix pour l'acquisition du Bloc de Contrôle qui est le même que celui proposé dans le cadre de la présente Offre.

¹⁴ Monsieur Vincent Delaroche et DEVFACTORY disposant d'un représentant au sein du Conseil d'administration.

Une autre partie des cédants du Bloc de Contrôle (détenant collectivement environ 27,2%¹⁵ du capital de la Société) sont pour leur part des investisseurs institutionnels disposant d'une connaissance du secteur, de la Société et des moyens d'analyse leur permettant d'apprécier le prix proposé pour l'acquisition du Bloc de Contrôle qui est le même que celui dans le cadre de la présente Offre.

Le prix de 7,55 € par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société CAST.

5.4.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou DCF¹⁶ (à titre principal)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de CAST. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

5.4.2.1 Présentation du plan d'affaires 2022E - 2026E du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2022E – 2026E communiqué par la Société.

La préparation de ce plan d'affaires s'inscrit dans un processus continu au sein de la Société, impliquant une mise à jour régulière afin de refléter les dernières prévisions d'activité. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une présentation au Conseil d'Administration de la Société pour la période 2022E – 2026E, mais n'a pas fait l'objet d'une approbation, à l'exception du budget de l'exercice 2022.

Ce plan d'affaires a été majoritairement construit selon une approche « *bottom up* », avec toutefois certaines hypothèses définies de façon « *top-down* ». Il n'intègre aucune opération de croissance externe.

Il met l'accent sur le développement du modèle *SaaS* (*Software as a Service*) pour l'activité CAST HIGHLIGHT, avec une évolution significative de sa part dans le chiffre d'affaires total du Groupe, qui passe de 14,2% en 2022 à 25,3% en 2026. Ce développement vers le *SaaS*, permet une plus grande sécurisation et une meilleure visibilité sur les revenus futurs.

¹⁵ CRÉDIT MUTUEL EQUITY SCR et LONG PATH HOLDINGS 2, LP.

¹⁶ Discounted Cash-Flows

La part des ventes de licences CAST IMAGING et des modules additionnels portant sur la mesure de la qualité logicielle demeure quant à elle relativement stable, autour de 46% du chiffre d'affaires total.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +16,2% entre 2021 et 2026E, porté par les deux principaux produits du Groupe (CAST IMAGING et CAST HIGHLIGHT), conduisant à un chiffre d'affaires plus que doublé en 2026E par rapport à 2021 ;
- Un taux de marge d'EBIT en constante amélioration, passant de 1,3% en 2022E (niveau inférieur à celui de 11,4% réalisé en 2021 en raison des dépenses induites par le renforcement des équipes R&D et « Sales & marketing »), à 19,5% en 2026E, soit un niveau jamais atteint historiquement ;
- Une variation du BFR comprise entre -0,1 M€ et -5,9 M€ ;
- Des investissements de l'ordre de 500 K€ par an.

Ce plan d'affaires, dont les objectifs reposent sur une croissance importante des revenus sur la période, un développement du *SaaS*, et une amélioration significative du taux de marge d'EBIT, traduit les ambitions du management et apparaît globalement volontariste.

Détermination des flux de trésorerie

Extrapolation

Afin de tendre vers une performance normative, nous avons procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 5 années supplémentaires, soit sur la période 2027E - 2031E, en considérant :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en baisse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. ci-après) ;
- Un taux de marge d'EBIT stable à 19,5%, correspondant à celui de la dernière année de l'horizon explicite ;
- Des CAPEX de 500 K€ par an, soit du même montant que ceux retenus sur l'horizon explicite ;
- Une variation du BFR en ligne avec celle de l'horizon explicite.

Impôts sur les Sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les Sociétés en retenant le taux d'imposition théorique applicable en France, soit 25,83%.

Les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de dette financière nette pour leur montant actualisé (cf. §5.3.2).

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 30 juin 2022, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBIT correspondant à celui de la dernière année de la période d'extrapolation, soit 19,5%. Il s'agit selon nous d'une référence plutôt haute, jamais atteinte par le passé, ce qui est favorable à l'actionnaire.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements et la variation de BFR a été considérée comme nulle.

Le taux d'impôt normatif correspond au taux applicable en France, soit 25,83% (en ce compris la contribution sociale de 3,3%).

Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été appliqué au flux normatif, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme.

Taux d'actualisation

La Société étant dans une situation de trésorerie nette, nous avons retenu le coût des fonds propres de la Société afin d'actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 10,9% sur la base :

- D'un taux sans risque de 0,82% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne un an, calculée au 29 août 2022, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 6,48% (moyenne un an des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE au 29 juillet 2022) ;
- D'un bêta sectoriel désendetté des comparables de 1,09 (Source : CAPITAL IQ) ;
- D'une prime de risque spécifique de 3,0% reflétant notamment le risque de réalisation du plan d'affaires et le risque additionnel de la Société du fait de sa moindre taille par rapport aux Sociétés de l'échantillon retenu pour la détermination d'un bêta sectoriel pertinent.



Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de CAST ressort à 112,6 M€. Compte tenu de la trésorerie nette présentée ci-avant, le montant des fonds propres s'établit en valeur centrale à 131,9 M€, soit 7,16 € par action CAST.

Les sensibilités de la valeur par action CAST à une variation (i) du taux d'actualisation (par pas de 0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (par pas de 0,25 point), et (ii) du taux d'actualisation (par pas de 0,25 point) et du taux de marge d'EBIT normatif (par pas de 0,5 point) sont présentées ci-après.

Tableau 10 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

	Taux de croissance à l'infini (%)					
	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	
Taux d'actualisation (%)	10,40 %	7,32	7,49	7,66	7,85	8,04
	10,65 %	7,09	7,24	7,40	7,57	7,76
	10,90 %	6,86	7,00	7,16	7,32	7,49
	11,15 %	6,65	6,78	6,92	7,07	7,23
	11,40 %	6,45	6,57	6,71	6,85	6,99

Sources : analyses FINEXSI

Tableau 11 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge d'EBIT normative et du taux d'actualisation

	Marge d'EBIT normative (%)					
	18,5 %	19,0 %	19,5 %	20,0 %	20,5 %	
Taux d'actualisation (%)	10,40 %	7,54	7,60	7,66	7,72	7,78
	10,65 %	7,28	7,34	7,40	7,46	7,52
	10,90 %	7,04	7,10	7,16	7,22	7,27
	11,15 %	6,81	6,87	6,92	6,98	7,04
	11,40 %	6,59	6,65	6,71	6,76	6,82

Sources : analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 6,92 € et 7,40 € par action CAST, avec une valeur centrale de 7,16 €, selon la méthode du DCF.

Le prix de l'Offre de 7,55 €, hors complément de prix versé en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, fait ainsi ressortir une prime de +2,0% sur la borne haute de notre fourchette et une prime de +9,1% sur la borne basse.

5.4.3 Cours de bourse de la Société (à titre secondaire)

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

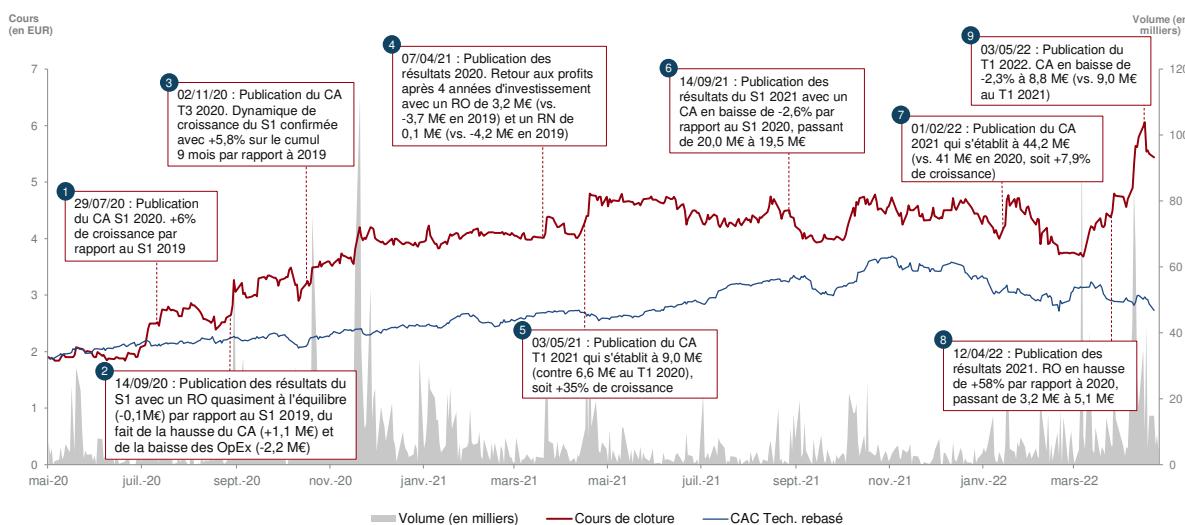


Les actions de CAST sont cotées sur le compartiment C d'EURONEXT PARIS (Code ISIN : FR0000072894). Nous rappelons que les actions de la Société ont été introduites en bourse le 26 mai 1999.

5.4.3.1 Évolution du cours de bourse de l'action CAST

Le cours de bourse du titre CAST a évolué comme suit sur les 24 derniers mois antérieurs au 18 mai 2022, date d'annonce de l'Offre :

Figure 11 – Évolution du cours de bourse du titre CAST sur deux ans jusqu'au 17 mai 2022 (veille de l'annonce de l'Offre)



Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Sur les 24 derniers mois antérieurs au 18 mai 2022, le cours de l'action CAST a oscillé entre un plus bas atteint le 7 juillet 2020 à 1,84 € et un plus haut atteint le 3 mai 2022 à 6,06 €.

5.4.3.2 Analyse de la liquidité de l'action CAST

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 17 mai 2022 (l'annonce étant intervenue le 18 mai 2022), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur les 24 mois précédent l'annonce de l'Offre :

Tableau 12 – Analyse des cours moyens pondérés par les volumes de CAST sur deux ans jusqu'au 17 mai 2022

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 7,55 €	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (17/5/2022)	5,96	+26,7 %	6	6	36	36	0,03 %	0,03 %	0,14 %	0,14 %
CMPV 1 mois	5,40	+39,7 %	20	425	109	2 295	0,12 %	2,42 %	0,46 %	9,73 %
CMPV 60 jours	4,69	+61,0 %	15	877	69	4 114	0,08 %	4,99 %	0,33 %	20,08 %
CMPV 3 mois	4,69	+61,0 %	14	879	68	4 123	0,08 %	5,00 %	0,33 %	20,13 %
CMPV 6 mois	4,65	+62,5 %	9	1 126	42	5 234	0,05 %	6,41 %	0,20 %	25,79 %
CMPV 12 mois	4,56	+65,4 %	6	1 665	29	7 601	0,04 %	9,48 %	0,15 %	38,13 %
CMPV 24 mois	3,98	+89,5 %	8	3 907	30	15 567	0,04 %	22,25 %	0,18 %	91,19 %
Plus haut 12 mois (3/5/2022)	6,06	+24,6 %								
Plus bas 12 mois (24/3/2022)	3,68	+105,2 %								
Plus haut 24 mois (3/5/2022)	6,06	+24,6 %								
Plus bas 24 mois (7/7/2020)	1,84	+310,3 %								

* Prix de 7,85€ correspondant au prix d'offre de 7,55€ majoré du complément de prix de 0,30€, prévu en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 18 mai 2022), le volume cumulé des actions CAST échangées est de 1,7 million d'actions (soit environ 6,4 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 9,5% et la rotation du capital flottant à 38,1%.

Sur 24 mois d'observation, le volume cumulé d'actions échangé passe à 3,9 millions d'actions (soit environ 7,6 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 22,3% et la rotation du capital flottant à 91,2%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes échangés limités. Nous présentons toutefois les résultats de cette référence à titre secondaire.

Sur la base du cours de clôture précédent l'annonce de l'Offre (le 17 mai 2022) et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre de 7,55 € (hors complément de prix) extériorise respectivement des primes de +26,7% et de +61,0%.

À la suite de l'annonce de l'Offre le 18 mai 2022, le cours de Bourse de CAST s'est ajusté à la hausse, à un niveau proche du prix d'Offre de 7,55 €. Entre le 16 août 2022 et le 1er septembre 2022, le cours de clôture était supérieur à 7,55 €, atteignant un point haut de 7,66 €, en anticipation probable de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, prévu au prix de 7,85 € par action.

5.4.4 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

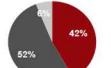
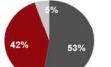
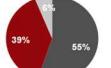
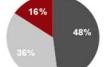
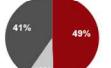
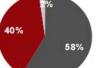
La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une Société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres Sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.



Compte tenu des spécificités de CAST, nous n'avons pas identifié de Société qui lui soit pleinement comparable que ce soit en termes de mix-produit, de taille ou de taux de marge notamment. Nous avons cependant identifié 8 Sociétés intervenant sur le marché français de l'édition de logiciels, soit en tant qu'éditeurs horizontaux comme CAST, soit en tant qu'éditeurs sectorisés.

Pour ces raisons, nous présentons la méthode des comparables boursiers à titre secondaire.

Tableau 13 – Présentation de l'échantillon de Sociétés cotées comparables

Société comparable	Description	CA 2021 (en mEUR)	Répartition du chiffre d'affaires		Mix Géographique
			Mix Produit	Mix Géographique	
Cegedim SA	Cegedim est une entreprise spécialisée dans la gestion des flux numériques de l'écosystème santé et BtoB. La société développe et commercialise notamment des bases de données et des logiciels à destination de ce secteur	524,7	 ■ Licéncs + SaaS ■ Services	 ■ France ■ Reste du monde	
Axway Software SA	Axway est un éditeur de logiciels d'infrastructures, spécialisé dans l'infrastructure applicative. Sa solution phare est la plateforme Amplify, plateforme de gestion des API (interface de programmation d'applications) permettant entre autres de connecter les données et les applications au sein d'une organisation.	285,5	 ■ Licence + Maintenance ■ SaaS ■ Services	 ■ Amériques ■ Europe ■ Asie / Pacifique	
Linedata Services S.A.	Linedata est un éditeur de logiciels à destination principalement des professionnels de la gestion d'actifs, de l'assurance et des financements	160,2	 ■ SaaS ■ Licence + Maintenance ■ Services	 ■ Europe ■ Amerique du Nord ■ Asie	
Esker SA	Esker est un éditeur de logiciel proposant une plateforme cloud d'automatisation des processus documentaires liés aux cycles clients et fournisseurs.	142,2	 ■ SaaS ■ Licence + Maintenance ■ Autres	 ■ Europe ■ Amériques ■ APAC	
ESI Group SA	ESI Group est un éditeur de logiciels de prototypage virtuel. Ces solutions permettent de réaliser des essais virtuels permettant de se passer des tests et prototypes physiques.	136,6	 ■ Licence + Maintenance ■ Services	 ■ EMEA ■ APAC ■ Amériques	
Verimatrix SA	Verimatrix est un éditeur de logiciels de sécurité. Ses solutions visent en effet à assurer la protection de contenus (films premium, sport en streaming etc.), les données financières et médicales sensibles ou encore les applications mobiles.	77,8	 ■ SaaS ■ Licences + Maintenance + Autres	 ■ Amériques ■ Asie ■ EMEA	
Sidetrade SA	Sidetrade est un éditeur de logiciels spécialisé dans la génération et la sécurisation du flux de trésorerie des entreprises (optimisation du cycle clients / "order-to-cash").	38,0	 ■ Souscriptions plateforme OTC ■ Services	N/A	
Witbe S.A.	Witbe est un éditeur de logiciels spécialisé dans la mesure de la qualité de l'expérience. La société propose à ses clients des solutions (robots et interfaces) de monitoring réseaux leur permettant de mesurer la qualité réellement délivrée à l'utilisateur final de leurs services;	22,8	 ■ Licence + Maintenance ■ Hardware ■ Services et autres ■ SaaS	 ■ EMEA ■ Amérique ■ Asia	

Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Nous avons par ailleurs identifié deux Sociétés ayant une activité relativement comparable à celle de CAST, qui n'ont pas été retenues pour les raisons suivantes :

- GENERIX, qui a fait l'objet d'une offre publique récemment (les résultats de l'offre ont été publiés le 25 août 2022) (cf §5.4.5) ;
- ITESOFT en l'absence de prévision concernant l'EBIT.

Nous présentons, ci-après, les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBIT attendus en 2022E, 2023E et 2024E par les analystes suivant les Sociétés de notre échantillon de comparables. Les différences de politique d'activation des coûts de développement entre CAST¹⁷ et les Sociétés de l'échantillon ainsi que la norme IFRS 16, nous ont conduits à retenir les multiples d'EBIT, jugés plus pertinents dans le contexte.

Tableau 14 – Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et marge d'EBIT attendues par le consensus sur le panel de comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE* (mEUR)	Taux de croissance du CA (%N-1)			Taux d'EBIT (%CA)		
				2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Cegedim SA	France	525	549	5 %	5 %	4 %	7 %	8 %	9 %
Axway Software SA	France	286	475	3 %	4 %	2 %	10 %	12 %	15 %
Linedata Services S.A.	France	160	294	5 %	1 %	4 %	21 %	20 %	19 %
Esker SA	France	142	746	11 %	15 %	17 %	13 %	13 %	14 %
ESI Group SA	France	137	411	5 %	7 %	4 %	10 %	14 %	19 %
Verimatrix Société anonyme	France	78	80	(20)%	9 %	15 %	(13)%	(2)%	5 %
Sidetrade SA	France	38	173	15 %	20 %	27 %	7 %	11 %	12 %
Witbe S.A.	France	23	32	8 %	9 %	9 %	28 %	34 %	36 %
Moyenne				4 %	9 %	10 %	10 %	14 %	16 %
Médiane				5 %	8 %	7 %	10 %	12 %	15 %

Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

* Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 29 août 2022.

Le taux de croissance du chiffre d'affaires attendu sur la période 2022E – 2024E pour l'échantillon de comparables apparaît inférieur à celui de CAST. En revanche, le taux de marge d'EBIT de CAST ressort quant à lui sensiblement inférieur à celui des comparables retenus sur cette même période.

Par ailleurs, dès lors que nous avons retenu l'EBIT comme agrégat de référence, les éventuelles distorsions liées aux politiques de capitalisation des frais de développement des Sociétés comparables ou encore à l'application ou non de la norme IFRS 16 au sein des Sociétés de l'échantillon sont relativement limitées.

Nous avons pour notre part retenu un EBIT de CAST ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16, c'est-à-dire intégrant les charges de loyers. En conséquence, nous n'avons pas retenu la dette IFRS 16 relative aux loyers dans notre calcul de dette nette ajustée (cf. §5.3.2).

¹⁷ CAST ne capitalise pas ses frais de développement, contrairement à la plupart des comparables retenus au sein de notre échantillon.



Nous présentons ci-après les multiples d'EBIT ressortant de notre échantillon de Sociétés comparables :

Tableau 15 – Multiples observés sur les Sociétés cotées comparables de l'échantillon

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE** (mEUR)	xEBIT*		
				2022e	2023e	2024e
Cegedim SA	France	525	549	13,6x	11,9x	10,6x
Axway Software SA	France	286	475	16,4x	13,4x	10,0x
Linedata Services S.A.	France	160	294	8,4x	8,5x	8,5x
Esker SA	France	142	746	36,4x	30,6x	25,0x
ESI Group SA	France	137	411	27,4x	18,8x	13,7x
Verimatrix Société anonyme	France	78	80	n.a.	n.a.	19,5x
Sidetrade SA	France	38	173	n.a.	35,7x	24,8x
Witbe S.A.	France	23	32	4,6x	3,5x	3,0x
Moyenne				17,8x	17,5x	14,4x
Médiane				15,0x	13,4x	12,2x

Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

*Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 29 août 2022 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois.

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 29 août 2022.

Nous observons que les multiples extériorisés par l'échantillon sont très hétérogènes.

Les EBIT 2022E et 2023E de CAST apparaissent très faibles et non représentatifs en raison en raison des dépenses induites par le renforcement des équipes R&D et « *Sales & marketing* ». En conséquence, nous avons appliqué les multiples médians 2022E, 2023E et 2024E de l'échantillon au seul EBIT 2024E de CAST, ce qui fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 4,39 € et 5,16 € par action CAST.

Sur ces bases, le prix d'Offre de 7,55 € (hors complément de prix) extériorise des primes de respectivement +72,1% et +46,2% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de cette fourchette, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire.

5.4.5 Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

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

Nous avons analysé les transactions dont l'annonce est intervenue depuis 2020 sur des Sociétés françaises appartenant au secteur dans lequel évolue CAST, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%) et intégrant de ce fait une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur (nous rappelons que dans le cadre de la présente Offre aucune synergie n'est attendue à l'exception des économies de coûts résultant du retrait de cote en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire).



Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables du fait notamment de différences de positionnement, de mix-produit, de taille et de profil de croissance et de rentabilité, raison pour laquelle nous présentons cette méthode à titre indicatif.

Nous avons retenu les 13 transactions suivantes intervenues depuis 2020 :

- L'acquisition de 90% du capital de GENERIX par le fonds d'investissement MONTEFIORE, annoncée en avril 2022. GENERIX, Société française, est un éditeur de logiciels spécialisé dans la *supply chain* et la distribution. Au 31 mars 2022, le chiffre d'affaires de GENERIX s'établissait à 85,8 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital d'EUDONET par le fonds d'investissement MONTAGU PRIVATE EQUITY, annoncée en novembre 2021. EUDONET, Société française, est un éditeur de logiciels de relation client pour les associations professionnelles et caritatives, les collectivités locales, l'enseignement supérieur et les promoteurs immobiliers. Au 30 juin 2021, le chiffre d'affaires d'EUDONET s'établissait à 25,0 M€ ;
- L'acquisition d'une participation majoritaire au capital d'UNIVERSIGN par le fonds d'investissement PROVIDENCE GROWTH CAPITAL PARTNERS, annoncée en juillet 2021. UNIVERSIGN, Société française, est un éditeur de logiciels de signature et cachet électronique et d'horodatage. Au 31 décembre 2020, le chiffre d'affaires d'UNIVERSIGN s'établissait à 22,5 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital de WOONoz par les fonds d'investissement 21 INVEST, RAISE IMPACT, BNP PARIBAS DEVELOPPEMENT et EVOLEMSTART, annoncée en juillet 2021. WOONoz, Société française, est un éditeur de logiciels d'apprentissage. Au 31 juillet 2020, le chiffre d'affaires de WOONoz s'établissait à 11,6 M€ ;
- L'acquisition d'une participation majoritaire au capital d'INVOKE par les fonds d'investissement SAGARD PRIVATE EQUITY PARTNERS, ISAI GESTION et BPIFRANCE, annoncée en juin 2021. INVOKE, Société française, est un éditeur de logiciels de reporting réglementaire, financier et fiscal. Au 31 décembre 2020, le chiffre d'affaires d'INVOKE s'établissait à 20,0 M€ ;
- L'OPA initiée en octobre 2020 sur les actions DALET par le fonds d'investissement américain LONG PATH PARTNERS. DALET est un éditeur de solutions logicielles ainsi qu'un fournisseur de prestations de services destinées, notamment, aux professionnels des médias, créateurs de contenus audio et vidéo, diffuseurs et opérateurs télécoms. Au 31 décembre 2019, DALET a réalisé un chiffre d'affaires de 58,5 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital d'EVERWIN par la Société canadienne N. HARRIS COMPUTER CORPORATION, annoncée en septembre 2020. EVERWIN, Société française, est un éditeur de progiciels de gestion dédiés aux Sociétés de services. Au 31 décembre 2019, le chiffre d'affaires d'EVERWIN s'établissait à 14,9 M€ ;
- L'OPA initiée en juillet 2020 sur les actions EASYVISTA par le fonds d'investissement EURAZEO. EASYVISTA, Société française, est un éditeur de logiciels d'*IT Management*. Au 31 décembre 2019, le chiffre d'affaires d'EASYVISTA s'établissait à 45,7 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital de LODECOM par la Société néo-zélandaise TRANSACTIONS SERVICES GLOBAL (TSG), annoncée en juin 2020. LODECOM, Société française, est un éditeur d'outils de gestion de club de sports et de fitness. Au 31 décembre 2019, le chiffre d'affaires de LODECOM s'établissait à 2,1 M€ ;



- L'acquisition de 100% du capital de MEDINFO par la Société italienne GPI, annoncée en mai 2020. MEDINFO, Société française, est un éditeur de logiciels médiaux. Au 31 décembre 2019, le chiffre d'affaires de MEDINFO s'établissait à 3,9 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital de LIXOFT par la Société américaine SIMULATIONS PLUS, annoncée en mars 2020. LIXOFT, Société française, est un éditeur de logiciels de modélisation et de simulation statistique pour le développement de médicaments. Au 31 décembre 2019, le chiffre d'affaires de LIXOFT s'établissait à 3,6 M€ ;
- L'acquisition d'une participation majoritaire au capital d'OPPORTUNITY par OMNES CAPITAL et MACSF, annoncée en janvier 2020. OPPORTUNITY, Société française, est un éditeur spécialisé dans le pilotage de la relation clients (CRM). Au 31 décembre 2019, le chiffre d'affaires d'OPPORTUNITY s'établissait à 9,3 M€ ;
- L'acquisition de 100% du capital de CLUSTREE par la Société américaine CORNERSTONE ONDEMAND, annoncée en janvier 2020. CLUSTREE, Société française, est un éditeur d'une solution SaaS de recommandations pour la mobilité interne et le recrutement. Au 31 décembre 2018, le chiffre d'affaires de CLUSTREE s'établissait à 9,9 M€.

Les multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables sont présentés ci-après :

Tableau 16 - Présentation des transactions comparables retenues

Date d'annonce	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	xCA
22/04/2022	Generix	France	Montefiore	90 %	223	2,6x
03/11/2021	Eudonet	France	Montagu Private Equity	100 %	150	6,0x
30/07/2021	Universign	France	Providence Growth Capital Partners	Majoritaire	63	2,8x
23/07/2021	Woonoz	France	21 Invest, Raise, BNP Par. Dev., EvolenStart	100 %	50	4,3x
03/06/2021	Invoke	France	Sagard, ISAI Gestion, Bpifrance	Majoritaire	50	2,5x
22/10/2020	Dalet	France	Long Path Partners	81 %	51	0,9x
01/09/2020	Everwin	France	N. Harris Computer Corporation	100 %	18	1,2x
23/07/2020	EasyVista	France	Eurazeo	67 %	137	3,2x
24/06/2020	Lodecom	France	Transaction Services Group (TSG)	100 %	6	3,1x
28/05/2020	Medinfo	France	GPI	100 %	10	2,7x
31/03/2020	Lixoft	France	Simulations Plus	100 %	15	4,2x
17/01/2020	Opportunity	France	Omnes Capital, MACSF	Majoritaire	35	3,8x
16/01/2020	Clustree	France	Cornerstone OnDemand	100 %	17	1,7x
Médiane						2,8x

Sources : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, communiqués de presse des cibles et analyses FINEXSI

Nous observons que les multiples extériorisés par l'échantillon sont très hétérogènes.

Les multiples relativement élevés extériorisés par certaines transactions s'expliquent notamment par le niveau de rentabilité élevé des cibles (WOONOOZ, LIXOFT) ou par leur profil de croissance (EUDONET, OPPORTUNITY).

En l'absence d'un nombre suffisant de transactions pour lesquelles un multiple d'EBIT était disponible (3 transactions sur l'échantillon des 13 opérations étudiées), nous avons retenu les multiples de chiffre d'affaires pour la mise en œuvre de cette méthode.

Nous avons appliqué le multiple médian de l'échantillon (2,8x) au chiffre d'affaires 2021 de CAST (44,2 M€), soit celui du dernier exercice clos.

Tableau 17 - Tableau récapitulatif de la détermination de la valeur par action de CAST par la méthode des transactions comparables

Chiffre d'affaires 2021 (m€)	44,2
Multiple de CA médian	2,8x
Valeur d'entreprise (m€)	124,3
Bridge VE - VFP (m€)	19,3
Valeur des fonds propres (m€)	143,6
Nombre d'actions (millions)	18,4
Valeur par action (€)	7,79

Sur ces bases, la valeur par action CAST ressort à 7,79€. Le prix d'Offre de 7,55 € (hors complément de prix) fait ainsi ressortir une décote limitée de -3,1%. Nous rappelons que ce critère est présenté à titre indicatif, car il comporte des biais méthodologiques importants du fait de la difficulté à élaborer un échantillon de Sociétés comparables à CAST.

5.4.6 Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une Société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre CAST fait l'objet d'un suivi limité par seulement deux analystes (KEPLER CHEVREUX et CIC MARKET SOLUTIONS) :

- À la suite de la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2022 de CAST, KEPLER CHEVREUX a maintenu son objectif de cours à 6,10 € et sa recommandation « Acheter ». L'analyste estime que l'accélération du modèle d'affaires récurrent a pesé sur la croissance du chiffre d'affaires au premier trimestre 2022, car de plus en plus de contrats sont signés en *SaaS* ou sur un modèle de licence annuelle, ce qui augmente les revenus récurrents et la visibilité au détriment de la croissance à court terme.
- À la suite de la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2022 de CAST, CIC MARKET SOLUTIONS a maintenu sa recommandation « Acheter ». L'analyste estime que les résultats de CAST révèlent un chiffre d'affaires de meilleure qualité avec une plus grande récurrence du modèle et, par conséquent, un vrai levier opérationnel à moyen terme.

Les derniers objectifs de cours publiés par les analystes suivant le titre avant l'annonce de l'Offre se présentent comme suit :

Tableau 18 - Notes d'analystes suivant le titre CAST

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
04/05/2022	CIC Market Solutions	7,00 €	Achat
04/05/2022	Kepler Chevreux	6,10 €	Achat
Min		6,10 €	
Moyenne		6,55 €	
Max		7,00 €	

Sources : notes d'analystes

Sur la base des objectifs de cours publiés postérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du premier trimestre 2022 et avant l'annonce de l'Offre, le prix d'Offre de 7,55€ extériorise une prime de +15,3% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes, étant rappelé que ce critère est présenté à titre indicatif en raison du suivi limité dont le titre fait l'objet (seulement deux analystes).

À titre informatif, KEPLER CHEVREUX a revu à la hausse son objectif de cours de 6,10 € à 7,55 € à la suite de l'annonce de l'opération, et a maintenu sa recommandation « Acheter ». Dans sa note, l'analyste décrit cette offre comme attrayante, étant donné la valorisation historique de la Société et la part du chiffre d'affaires total représentée par les abonnements SaaS.

CIC MARKET SOLUTIONS a pour sa part maintenu son objectif de cours à 7,00 € et sa recommandation « Acheter ». L'analyste estime que le prix de l'Offre valorise correctement le Groupe, ses récents développements (en particulier la modification progressive du modèle économique avec un passage en cours à la souscription d'abonnements SaaS et de la stratégie d'accès au marché via de grands cabinets de conseil, d'intégration et de stratégie) et ses perspectives de croissance en *standalone*.



6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprecier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.4 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. L'apport en nature d'Actions au profit de l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche ;
2. Les investissements et réinvestissements de divers Investisseurs Individuels de la Société, de BDC et de Baring dans l'Initiateur préalablement et concomitamment à l'Acquisition du Bloc de Contrôle
3. Le financement de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par un crédit vendeur et une émission obligataire simple
4. Le *Tender Offer Agreement* conclu avec la Société
5. Les Pactes d'associés conclus entre les associés de Financière Da Vinci
6. Les mécanismes de liquidité encadrant les transferts des titres émis par l'Initiateur
7. Les mécanismes de liquidité encadrant les plans d'options de souscription non exercables, les plans d'actions gratuites non acquises et non cessibles
8. Promesses de liquidité consenties sur les actions de l'Initiateur
9. Cession des actions de CAST Italie par M. Vincent Delaroche
10. Acquisition d'actions hors marché



6.1 L'apport en nature d'Actions au profit de l'Initiateur par LPP et M. Vincent Delaroche

Conformément au Contrat d'Acquisition¹⁸, LPP et M. Vincent Delaroche ont procédé à l'apport au profit de l'Initiateur de 2.860.866 Actions pour un montant total de 21.599.538,30 €.

Ainsi, les apports suivants ont été réalisés à la Date de Réalisation :

- M. Vincent Delaroche a réalisé au profit de l'Initiateur un apport en nature de 970.000 Actions, d'une valeur globale de 7.323.500 €. En rémunération de cet apport en nature, l'Initiateur a procédé à l'émission de 7.323.500 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 7.323.500 € ; et
- LPP a réalisé au profit de l'Initiateur un apport en nature de 1.890.866 actions, d'une valeur globale de 14.276.038 €. En rémunération de cet apport en nature, l'Initiateur a procédé à l'émission de (i) 3.925.910 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 3.925.910 €, (ii) 1.784.505 actions de préférence de catégorie A (les « Actions A ») d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 1.784.505 € et (iii) 8.565.623 obligations convertibles en actions ordinaires de l'Initiateur (les « OC ») au prix de souscription d'un (1) € par OC, soit un prix de souscription total de 8.565.623 €.

Les apports ont été réalisés sur la base de la valeur réelle des actions concernées qui est déterminée par référence au prix d'Offre, soit 7,55€ par action.

Un commissaire aux apports, Monsieur François VIDAL, a été chargé d'établir un rapport sur la valeur des apports.

Les valeurs d'apports sont donc basées sur une valeur par action CAST de 7,55€, soit un prix strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre. Quant à la rémunération des apports, celle-ci a été déterminée sur la base de la valeur réelle de la Société bénéficiaire, laquelle est une Société *ad hoc* sans substance préalablement à l'Opération

Les conditions d'émission des Actions A et des OC sont appréciées ci-après respectivement en partie § 6.2.3 et § 6.2.4.

En définitive, la valeur de ces apports n'est pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

¹⁸ Share Transfer Agreement conclu le 19 mai 2022 et amendé le 21 juillet 2022.

6.2 Les investissements et réinvestissements de divers Investisseurs Individuels de la Société et de BDC dans l'Initiateur préalablement et concomitamment à l'Acquisition du Bloc de Contrôle

La structuration du financement de l'Opération peut se présenter synthétiquement de la manière suivante :

- Une souscription d'actions ordinaires de l'Initiateur par voie d'apport en actions CAST par Monsieur Vincent Delaroche, les Investisseurs Individuels et LLP (voir §6.1 ci-dessus).
- Une souscription d'actions ordinaires de l'Initiateur à la suite d'un apport en numéraire par BDC et Baring,
- Une souscription d'actions de préférence de l'Initiateur par BDC et Baring par apport en numéraire et par LLP par voie d'apport en actions CAST
- Une émission obligataire convertible de l'Initiateur souscrite par BDC, Baring et LLP
- Une émission obligataire simple de l'Initiateur
- Un crédit vendeur consenti par DEVFACTORY

Il est à noter que BDC va consentir à l'Initiateur dans un premier temps dans le cadre du financement de l'Opération un prêt d'actionnaire qui aura vocation à être capitalisé en partie (le solde étant remboursé en numéraire) au terme de l'Opération en actions ordinaires et actions de préférence de l'Initiateur, ainsi qu'en obligations convertibles.

6.2.1 Souscription en actions ordinaires de l'Initiateur

BDC a investi dans l'Initiateur la somme globale de 96.777.031 €, au moyen notamment d'une souscription d'actions ordinaires pour 18.544.933 € se ventilant en :

- 18.294.933 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 18.294.933 € via BDC IV FPCI et BDC IV S.à r.l. ;
- 250.000 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 250.000 € via BDC IV FPCI (la « Réserve »), étant précisé que la Réserve est souscrite par BDC IV FPCI en vue de procéder à la cession des actions ordinaires de l'Initiateur la composant au bénéfice d'Investisseurs Individuels actuels et/ou futurs.

Par ailleurs, Baring a investi dans l'Initiateur la somme globale de 2.500.000 €, dont 687.500 € concernant la souscription de :

- 687.500 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 €.

Le prix de souscription des actions ordinaires de l'Initiateur n'appelle pas de commentaire de notre part dans la mesure où il correspond aux conditions retenues pour la rémunération des apports de LLP et Monsieur Vincent Delaroche tels que précédemment décrits.

6.2.2 Apport en nature par les Investisseurs individuels

Les Investisseurs Individuels ont réalisé au profit de l'Initiateur un apport en nature de 556.360 Actions, d'une valeur globale de 4.200.518 €. En rémunération de cet apport en nature, l'Initiateur a procédé à l'émission de 4.200.515 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'apport unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 4.200.515 €.

Les apports ont été réalisés sur la base de la valeur réelle des actions apportées de 7,55 € par action qui correspond au prix d'Offre, soit les mêmes modalités que pour les apports réalisés par Monsieur Vincent Delaroche et LPP au profit de l'Initiateur.

À l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, une seconde partie des Investisseurs Individuels s'est engagée à investir au sein de l'Initiateur via un apport en numéraire d'un montant total de 1.587.000 € par la souscription de 1.587.000 actions ordinaires de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 1.587.000 €.

Le prix de souscription des actions ordinaires de l'Initiateur n'appelle pas de commentaire de notre part dans la mesure où il correspond à la valeur retenue dans le cadre de la rémunération des apports des actions CAST effectués par LLP et Monsieur Vincent Delaroche tels que précédemment décrits.

Il est par ailleurs précisé que certains Investisseurs Individuels bénéficieront d'une attribution gratuite d'actions ordinaires ou d'attribution d'options émises par l'Initiateur. La totalité des actions ordinaires attribuées gratuitement par l'Initiateur représentera 3,91% des actions ordinaires émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (représentant un montant nominal total de 678.423 €), étant précisé que les actions ordinaires attribuées gratuitement par l'Initiateur au titre de la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (cf. section §6.7 ci-après) représenteront 0,51% des actions ordinaires émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (représentant un montant nominal total de 88.736 €).

Les attributions d'actions gratuites ou d'option de souscription par l'Initiateur au bénéfice de certains cadres et dirigeants s'inscrivent dans une logique de compensation avec leurs droits attachés à des précédents plans attribués par la Société qu'ils ne pourront pas faire valoir dans le cadre de l'Offre. En effet, les bénéficiaires se sont engagés à abandonner leurs droits en cours d'acquisition dans le cadre de l'Opération en échange de ces plans compensatoires. Nous n'avons donc pas de commentaires sur ces attributions dans le cadre de l'Opération dans la mesure où elles concernent des salariés/cadres dirigeants et sont en compensation des droits qui résultent de la politique historique de rétention et d'attractivité des talents laquelle a fait l'objet des autorisations usuelles par les organes de gouvernance de la Société. Nous précisons par ailleurs que Monsieur Vincent Delaroche n'est pas concerné par ces dispositions.



6.2.3 Souscription à des actions de préférence – Actions A

Dans le cadre de leur investissement dans l'Initiateur, BDC, Baring et LLP ont respectivement souscrit :

- 8.315.879 Actions A de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 8.315.879 € via BDC IV FPCI ;
- 312.500 Actions A de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 312.500 € ;
- 1 784 505 Actions A de l'Initiateur d'une valeur nominale de 0,50 € chacune, émises à leur valeur nominale augmentée d'une prime d'émission unitaire de 0,50 €, pour un prix total de souscription de 312.500 € par voie d'apport en actions CAST (voir partie §6.1 ci-dessus).

Conformément aux stipulations des statuts de l'Initiateur, chaque Action A octroie un droit financier d'un montant égal à la somme (i) du prix de souscription de l'Action A concernée, incluant la valeur nominale et la prime d'émission lors de l'émission, et (ii) d'un dividende précipitaire cumulatif calculé comme un intérêt annuel au taux de douze virgule quatre-vingt-dix pour cent (12,90%) capitalisé à chaque date anniversaire de la date d'émission de cette Action A conformément aux dispositions de l'article 1343-2 du Code civil. Chaque Action A donne donc droit à un montant prioritaire, cumulatif et exclusif dans les distributions et dans l'actif net de liquidation. Les actions A correspondent en définitive à un instrument de rendement fixe comme les obligations convertibles qui sont par ailleurs souscrites.

Les Actions A bénéficient par ailleurs d'un droit de vote équivalent à des actions ordinaires.

Le droit financier spécifique attaché à ces Actions A porté sur le dividende qui serait versé par l'Initiateur, la Société Financière Da Vinci, à ses actionnaires. Aussi, cette disposition n'est pas de nature à créer une différence de traitement avec les actionnaires minoritaires actuels¹⁹ de la Société qui n'apporteraient pas à l'Offre, lesquels auraient accès aux dividendes versés par la Société dans les mêmes conditions que celles prévalant avant l'Opération dans l'éventualité où la Société resterait cotée au terme de l'Opération (non mise en œuvre du Retrait Obligatoire). On rappelle enfin que la Société n'a jamais distribué de dividendes jusqu'à présent.

Le taux d'intérêt annuel de 12,9% induit par le mécanisme du dividende précipitaire reflète à notre avis un rendement de marché au regard du risque attaché à cette classe d'actif (instruments de capitaux propres sans garantie).

On rappelle que LPP qui est un actionnaire actuel de CAST a réinvesti dans l'Opération par voie d'apport de ses actions en contrepartie d'actions ordinaires, d'actions de préférence et d'obligation convertibles. Nous nous sommes donc attachés à déterminer si les termes financiers de ces réinvestissements étaient de nature à octroyer un avantage particulier à cette actionnaire historique susceptible de créer une rupture d'égalité entre les actionnaires.

¹⁹ Autres que les Investisseurs individuels composés des salariés et de certains dirigeants qui se voient attribués des actions de l'Initiateur en échange dans le cadre de leur réinvestissement ainsi que dans le cadre du mécanisme de compensation avec les options de souscription non exercables et les actions gratuites non acquises.

Nous sommes d'avis que LPP ne tire pas d'avantages particuliers de ce réinvestissement par comparaison aux actionnaires minoritaires qui apporteraient à l'Offre au regard notamment :

- de la nature de son réinvestissement exclusivement en actifs qui ne bénéficient d'aucune garantie ;
- du niveau de spread actuellement constaté pour les obligations corporate à maturité 10 ans émises par des sociétés du secteur Information Technology²⁰ ;
- du rendement potentiel pondéré de la totalité de son réinvestissement (c'est-à-dire le rendement de marché attendu pour une action ordinaire de CAST, le rendement de 12,9% de l'action de préférence et le rendement potentiel attendu de l'obligation convertible) ;
- du faible écart entre le rendement potentiel de l'action de préférence avec le coût du financement obligataire simple mis en place pour le financement de l'Opération.

En définitive, les modalités de souscription aux actions de préférence et les droits financiers attachés ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.2.4 Souscription à des obligations convertibles

L'Initiateur a procédé à une émission obligataire convertible (ci-après « OC ») d'un montant total de 49.981.842€ lesquelles obligations pourront donner lieu à la conversion en action ordinaire.

Dans le cadre de leur investissement dans l'Initiateur, BDC et Baring ont respectivement souscrit :

- 39.916.219 OC au prix de souscription d'un (1) € par OC, soit un prix de souscription total de 39.916.219 € ;
- 1.500.000 OC au prix de souscription d'un (1) € par OC, soit un prix de souscription total de 1.500.000 € ;

Dans le cadre de son réinvestissement, LPP a par ailleurs souscrit 8.565.623 OC au prix de souscription d'un (1) € par OC, soit un prix de souscription total de 8.565.623 €.

Les OC pourront être remboursées à compter du douzième (12ème) anniversaire de leur date d'émission sauf les cas de remboursement ou de conversion anticipée en actions ordinaires de l'Initiateur (selon des conditions usuelles). Les OC portent un taux d'intérêt annuel de 9,50% par an capitalisable annuellement à la date d'anniversaire d'émission des OC.

Les modalités de conversion des OC assurent à leur porteur une exposition à l'évolution de la valeur de leur sous-jacent, c'est-à-dire la valeur de CAST, à la hausse comme à la baisse.

Les OC ne font l'objet d'aucune garantie.

On assiste depuis plusieurs mois à une hausse généralisée de l'aversion du risque (guerre en Ukraine, retour de l'inflation, perspectives économiques), qui conduisent à une hausse des taux sans risque et écartement des spreads, en particulier pour les obligations émises par les Sociétés au profil de risque similaire à celui de CAST²¹. Il convient de tenir compte de cette situation dans le cadre de l'appréciation des conditions financières attachées à ces OC.

²⁰ Cf. nos développements en partie §6.2.4 ci-après relatifs aux obligations convertibles.

²¹ Par hypothèse au regard de la dette d'acquisition et de son ratio de levier projeté sur l'horizon du plan d'affaires, on considère que la notation financière de CAST pourrait se situer à B.

Nous avons donc mené des analyses sur l'instrument pour déterminer le rendement global d'une obligation convertible (i.e. à partir de sa valeur obligataire et optionnelle). Dans son principe, l'obligation convertible permet de rémunérer son détenteur au-delà de la rémunération du coupon (de 9,5% par an). Au-delà de ce seuil, il bénéficie d'une conversion au prorata de la création de valeur.

La valeur de l'OC est donc égale à la valeur de l'obligation sèche et d'une option d'achat. Nous avons donc déterminé le taux de rendement global de l'obligation convertible en valorisant l'option selon un modèle optionnel de *Black & Scholes* avec comme principales hypothèses :

- Une volatilité de 35% qui correspond à celle de CAST sur une période longue ;
- Un taux sans risque de 1,5% (moyenne un mois de l'OAT 10 ans) pour tenir compte de la hausse des taux, et lisser les dernières hausses, étant précisé que ce taux a peu d'incidence sur la valeur de l'option ;
- Un prix d'exercice égal à 297% de la valeur du sous-jacent correspondant à la formule de conversion (la somme du prix de souscription et de la valeur totale des coupons capitalisés) ;
- Pas de dividende (hypothèses donc prudentes qui conduisent à ne pas à sous-estimer la valeur).

Sur la base de ces hypothèses, le taux de rendement global de l'obligation convertible est de 10,3% (soit 80 bps de rendement supplémentaire dus à la conversion). Ce taux doit être mis au regard du coût des fonds propres retenu dans le cadre de notre méthode DCF (10,9%), et des *spreads* de taux des obligations émises par des Sociétés européennes au profil de risque similaire à celui de CAST, lesquels se situent dans une fourchette de 12,4% à 14,1%²² entre le 1^{er} juillet et le 31 août 2022.

Le taux de rendement global de l'obligation convertible nous paraît donc cohérent au regard des observations de marché pour des risques similaires, dès lors qu'elle ne bénéficie d aucun avantage ou garantie, en particulier dans le contexte de tension actuel sur les taux.

En définitive, les modalités de souscription aux obligations convertibles et leurs termes financiers ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.2.5 Prêt d'actionnaire

Dans le cadre du financement de l'Offre, BDC a consenti à l'Initiateur un prêt d'actionnaire de 30 M€ lequel a vocation à financer l'acquisition (i) des actions apportées à l'offre, (ii) des actions acquises dans le cadre de la procédure du retrait obligatoire et (iii) des actions acquises, le cas échéant, sur le marché ou hors marché. La quote-part du prêt d'actionnaire utilisée pour financer ces acquisitions sera « capitalisée » en actions ordinaires (à hauteur de 27,5%), en actions A (à hauteur de 12,5%) et en OC (à hauteur de 60%) et le solde sera remboursé.

²² Source CapitalIQ – taux corporate 10 ans des obligations des sociétés européennes du secteur Information Technology dont la notation financière est B

Dans le cadre du remboursement par capitalisation, les actions ordinaires, les actions de préférence et les obligations seront émises par l'Initiateur à un prix similaire aux opérations préalablement décrites.

Le taux d'intérêt servi pour ce prêt d'actionnaire est de 4%.

Ce financement est au même rang de sûreté que le crédit-vendeur et les obligations simples (voir ci-après).

Nous avons revu la documentation contractuelle attachée à ce prêt, laquelle n'appelle pas d'observations de notre part au regard de la nature de l'Opération et des termes convenus pour les financements.

En définitive, les modalités et termes financiers de ce Prêt d'actionnaire ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.3 Financements liés à l'Acquisition du Bloc de Contrôle

Afin de financer l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur a également (outre les émissions présentées et analysées en partie §6.2 du présent rapport) conclu un crédit vendeur d'un montant total en principal de 5.000.000 € (le « Crédit Vendeur ») avec DEVFACTORY, qui s'est engagée à souscrire des obligations simples émises par l'Initiateur à la Date de Réalisation (les « Obligations Crédit Vendeur ») par compensation de créance avec ledit Crédit Vendeur.

Les Obligations Crédit Vendeur seront remboursées à l'issue du premier anniversaire de leur date d'émission sauf les cas de remboursement anticipé. Elles portent intérêt annuel de 10%.

Nous nous sommes assurés que les conditions de ce Crédit Vendeur n'étaient pas de nature à octroyer un avantage particulier à son prêteur, notamment en comparant les conditions de ce crédit vendeur avec les conditions des autres financements obtenus par l'Initiateur. Nous nous sommes assurés que l'ensemble des coûts attachés (taux d'intérêt annuel, commission d'arrangement, commission d'engagement) de l'émission obligataire simple souscrit notamment par BDC et Baring restait globalement cohérent avec les conditions de financement du Crédit Vendeur.

Il convient de noter que ce Crédit Vendeur sera refinancé à l'issue de l'Offre via une émission d'obligations simples de catégorie B2 (les « Obligations B2 ») d'un montant total en principal de 5.000.000 €, à échéance 7 ans et portant rémunération à hauteur de 6,75% par an (lequel taux peut être ajusté à la baisse en fonction de certains ratios d'endettement). Des commissions d'arrangement sont également applicables.

Par ailleurs, l'Initiateur a émis des obligations simples de catégorie A (les « Obligations A ») d'un montant total en principal de 15.000.000 € au profit de Baring, à échéance 7 ans et portant rémunération à hauteur de 6,75% par an (lequel taux peut être ajusté à la baisse en fonction de certains ratios d'endettement). Des commissions d'arrangement sont également applicables.

Nous avons revu la documentation contractuelle attachée à ces obligations simples (Obligations A et B2), laquelle n'appelle pas d'observations de notre part au regard de la nature de l'Opération et des termes convenus des financements. Ces financements sont au même rang de sûreté que les obligations simples de catégorie B1 (voir ci-après). Leurs conditions de financement et leurs maturités sont identiques. Les modalités de remboursement ne comportent pas de clause particulière qui serait de nature à octroyer un avantage particulier à Baring en sa qualité de prêteur.



En définitive, les modalités et termes financiers de ces financements ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.4 Autres financements liés à l'Offre

Le financement des sommes dues par l'Initiateur dans le cadre de la mise œuvre du Retrait Obligatoire le cas échéant, sera également partiellement assuré par le produit d'émission d'obligations simples de catégorie B1 (les « Obligations B1 ») d'un montant total en principal de 10.000.000 € qui seront souscrites par Baring. Ces obligations simples sont à échéance 7 ans et portent un taux d'intérêt initial de 6,75% (lequel peut être ajusté à la baisse en fonction de certains ratios d'endettement).

Nous avons revu la documentation contractuelle attachée à ce financement sous forme d'obligations simples, laquelle n'appelle pas d'observations de notre part au regard de la nature de l'Opération et des termes convenus. Les modalités de remboursement ne comportent pas de clause particulière qui serait de nature à octroyer un avantage particulier à Baring en sa qualité de prêteur.

Les modalités de remboursement ne comportent pas de clause particulière qui serait de nature à octroyer un avantage particulier à Baring en sa qualité de prêteur.

En définitive, les modalités et termes financiers de ces financements ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.5 Le *Tender Offer Agreement*

Le 19 mai 2022, la Société et l'Initiateur ont conclu un Tender Offer Agreement (« TOA »). Le TOA a pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. En particulier, le TOA prévoit notamment :

- un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre au prix de 7,55 € par Action, augmenté le cas échéant du Complément de Prix d'un montant de 0,30 € par Action,
- l'engagement de l'Initiateur de proposer à certains bénéficiaires d'Options de Souscription non exerçables à la date de clôture de l'Offre (les « Options de Souscriptions NE ») et ayant la qualité d'Investisseurs Individuels, de renoncer unilatéralement à leurs Options de Souscription NE en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place (i) d'un plan d'options de souscription compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription NE résidant aux États-Unis et potentiellement dans un pays autre que la France) et/ou (ii) d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription NE autres que ceux résidant aux États-Unis et résidant principalement en France), dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des Options de Souscription NE annulées. Ainsi, 354.200 Options de Souscriptions NE ont vocation à terme à devenir caduques,



- l'engagement de l'Initiateur de proposer aux bénéficiaires, autres que les Investisseurs Individuels, d'Options de Souscriptions NE de conclure des promesses de vente et d'achat croisées portant sur la totalité (et pas moins de la totalité) des Actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Options de Souscription NE qui ne pourront pas être apportées à l'Offre,
- l'engagement de l'Initiateur de proposer aux bénéficiaires (Investisseurs Individuels et autres) d'Actions Gratuites Non Acquises de renoncer unilatéralement à leurs Actions Gratuites Non Acquises en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur, dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des Actions Gratuites Non Acquises. Ainsi, 60.000 Actions Gratuites Non Acquises ont vocation à terme à devenir caduques au terme desdites renonciations,
- un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires.

Ainsi que nous l'avons précisé en §6.2.2, les attributions d'actions gratuites ou d'option de souscription par l'Initiateur au bénéfice de certains cadres et dirigeants s'inscrivent dans une logique de compensation avec leurs droits attachés à des précédents plans attribués par la Société qu'ils ne pourront pas faire valoir dans le cadre de l'Offre, ces attributions n'appellent donc pas de commentaires de notre part. Nous rappelons enfin que Monsieur Vincent Delaroche n'est pas concerné par ces dispositions.

Les conditions du *Tender Offer Agreement* ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.6 Pactes d'associés

BDC, LPP, Baring et M. Vincent Delaroche ont conclu, le 21 juillet 2022, un pacte d'associés (le « Pacte d'Associés Principal ») afin de régir leurs relations au niveau de l'Initiateur et des filiales qu'il contrôle (en ce compris la Société) pour une durée de 20 ans et dont les principaux termes sont résumés ci-après. Les Investisseurs Individuels ont conclu pour leur part avec BDC, LPP et Monsieur Vincent Delaroche, un pacte d'associés simplifié reprenant leurs droits et obligations au terme du Pacte d'Associés Principal (le « Pacte d'Associés Simplifié »).

Nous avons obtenu ces pactes d'associés que nous avons examinés.

Le Pacte d'Associés Principal contient notamment des dispositions relatives à la gouvernance au niveau de l'Initiateur et au transfert des titres émis par l'Initiateur.

Gouvernance au niveau de l'Initiateur

Les dispositions du Pacte d'Associés Principal relatives à la gouvernance de l'Initiateur sont usuelles et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

Transfert des titres émis par l'Initiateur

Le Pacte d'Associés Principal régit notamment la liquidité des titres émis par l'Initiateur. Il est prévu un principe d'inaliénabilité pendant 7 ans pour toutes les parties au pacte, à l'exception de LLP dont la période d'inaliénabilité est de 10 ans.

Il est toutefois prévu certains cas de transferts libres pendant la période d'inaliénabilité, usuels dans le contexte.

Il est par ailleurs prévu, en cas de cession des titres de l'Initiateur à l'issue de la période d'inaliénabilité, des droits de préemption au bénéfice des parties au pacte, ainsi que des droits de cession proportionnel ou total selon les cas, et une obligation de sortie forcée en cas d'offre d'acquisition faite par un tiers et acceptée par BDC.

Le Pacte d'Associés Principal ne prévoit pas de disposition relative au prix de cession des titres dans les cas mentionnés ci-dessus.

Il est en revanche prévu, dans le cas où un associé serait exclu, le rachat de ses titres par l'Initiateur ou par toute personne que le Comité de Surveillance décidera de lui substituer. Dans ce cas une formule de prix sera applicable pour le rachat des titres de l'associé exclu. Pendant les 36 premiers mois suivants le *closing*, cette formule de prix est basée sur le multiple de chiffre d'affaires de CAST extérieurisé par la présente Offre, puis sur un multiple d'EBITDA de 15x au-delà de 36 mois après le *closing*. Cette formule nous paraît adaptée dans la mesure où elle est basée sur le multiple de chiffre d'affaires extérieurisé par le prix d'Offre (ce qui implique que les cédants se verront offrir les mêmes conditions de cessions que les autres actionnaires) ou sur un multiple d'EBITDA cohérent avec les multiples actuellement observés sur le marché pour ce type d'activité. Des décotes pourront par ailleurs être appliquées sur le prix résultant de cette formule en fonction des motifs de l'exclusion.

Le Pacte d'Associés Simplifié translate les principales dispositions du Pacte d'Associés Principal et prévoit également une promesse de liquidité (ou promesse unilatérale de vente) accordée par les Investisseurs Individuels (autre que M. Vincent Delaroche), au bénéfice de BDC. Cette promesse de liquidité est exercable chaque année par BDC pendant la fenêtre de liquidité, correspondant à une période de trois mois suivant l'approbation des comptes consolidés de l'Initiateur. Le prix d'exercice sera déterminé conformément à la formule de prix décrite ci-dessus, sans application de décote.

Selon notre analyse, le Pacte d'Associés Principal et le Pacte d'Associés Simplifié ne comportent pas de clause financière assimilable à un complément ou à un ajustement de prix des actions apportées ou cédées, ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Initiateur au bénéfice des parties aux pactes. En particulier, il n'existe aucun prix ou formule de prix fixé dans les pactes pour déterminer la valeur des actions qui seront cédées en cas de transfert par l'une des parties, à l'exception des cas particuliers de l'exclusion d'un associé et de la promesse de liquidité accordée par les Investisseurs individuels. Dans ces derniers cas, les détenteurs de titres supportent pleinement le risque d'actionnaire lié à leur participation dans le capital de l'Initiateur dans la mesure où la valeur des titres cédés sera susceptible d'évoluer chaque année à la hausse comme à la baisse en fonction des performances du Groupe.



Les conditions du Pacte d'Associés Principal et du Pacte d'Associés Simplifié ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.7 Les mécanismes de liquidité encadrant les plans d'options de souscription non exerçables, les plans d'actions gratuites non acquises et non cessibles

Promesses de Vente et d'Achat relatives aux Options de Souscription Non Exerçables non détenues par les Investisseurs Individuels :

L'Initiateur a conclu avec les bénéficiaires d'Options de Souscription Non Exerçables, non Investisseurs Individuels, des promesses d'achat et de vente croisées portant sur la totalité (et pas moins que la totalité) des Actions nouvelles émises à raison de l'exercice d'Options de Souscription Non Exerçables (les « Promesses de Vente et d'Achat OS »).

En cas d'exercice d'une Option de Souscription Non Exerçables, le prix d'exercice par action nouvelle émise à raison de l'exercice de ladite option sera déterminé en multipliant le chiffre d'affaires consolidé de la Société des douze derniers mois précédent le début de la période d'exercice des Options de Souscription Non Exerçables par le multiple de chiffre d'affaires résultant du prix de l'Offre, et en divisant le résultat du produit par le nombre d'actions à la Date de Réalisation (sur une base pleinement diluée).

Options de Souscription Non Exerçables détenues par les Investisseurs Individuels :

L'Initiateur a proposé aux Investisseurs Individuels et bénéficiaires d'Options de Souscription Non Exerçables à la date de clôture de l'Offre de renoncer unilatéralement à leurs Options de Souscription Non Exerçables en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place (i) d'un plan d'options de souscription compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription Non Exerçables résidant aux Etats-Unis et potentiellement dans un pays autre que la France) et (ii) d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur (pour les titulaires d'Options de Souscription NE autres que ceux résidant aux États-Unis et résidant principalement en France), dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des Options de Souscription Non Exerçables annulées. Ainsi 354.200 Options de Souscription Non Exerçables ont vocation à terme à être caduques.

Actions Gratuites Non Acquises à la date de clôture de l'Offre :

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises de renoncer unilatéralement à leurs Actions Gratuites Non Acquises en contrepartie d'un engagement de l'Initiateur de procéder à la mise en place d'un plan d'actions gratuites compensatoire au sein de l'Initiateur, dont les termes et conditions permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain des Actions Gratuites Non Acquises caduques. Ainsi, 60.000 Actions Gratuites Non Acquises ont vocation à terme à devenir caduques.



Actions Gratuites Non Cessibles à la date des présentes :

Les Actions Gratuites dont la période de conservation n'a pas expiré à la date des présentes seront cessibles avant la clôture de l'Offre ou du Retrait Obligatoire, le cas échéant, selon le calendrier estimé et pourront donc être apportées à l'Offre.

Selon notre analyse, les mécanismes proposés visent à assurer la liquidité des instruments dilutifs détenus par les Investisseurs Individuels et non Investisseurs Individuels.

Concernant les Promesses de Vente et d'Achat relatives aux Options de Souscription Non Exerçables non détenues par les Investisseurs Individuels, nous relevons que le prix d'exercice sera déterminé par l'application du multiple de chiffre d'affaires induit par le prix d'Offre. Par conséquent, les détenteurs de ces Options de Souscription Non Exerçables se verront offrir les mêmes conditions de cession que les autres actionnaires, tout en supportant le risque d'actionnaire lié à leur participation dans la mesure où la valeur des titres cédés sera susceptible d'évoluer chaque année à la hausse comme à la baisse en fonction des performances de la Société.

Concernant les Options de Souscription Non Exerçables détenues par les Investisseurs Individuels et les Actions Gratuites Non Acquises à la date de clôture de l'Offre, les bénéficiaires se sont vus proposer la mise en place de plans compensatoires qui permettent de respecter, dans la mesure du possible, la logique économique et l'espérance de gain, en lieu et place des plans existants. Ces modalités n'appellent pas de commentaire particulier de notre part, s'agissant de plans « *d'incentives* » et de rétention destinés aux salariés du Groupe (à l'exclusion de M. Vincent Delaroche qui n'est pas salarié de la Société, mais mandataire social et qui n'est pas concerné par ce mécanisme de liquidité encadrant les instruments destinés à la politique de rémunération des salariés et cadres dirigeants).

Nous n'avons pas de remarque à formuler concernant les Actions Gratuites Non Cessibles à la date des présentes, qui pourront être apportées à l'Offre dans les mêmes conditions que celles proposées aux autres actionnaires.

En conséquence, les dispositions relatives aux mécanismes de liquidité ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.8 Promesses de liquidité consenties sur les actions de l'Initiateur

Chaque Investisseur Individuel (autre que M. Vincent Delaroche) a consenti à BDC une promesse de liquidité (ou promesse unilatérale de vente) que BDC pourra exercer chaque année durant une période de trois mois à compter de la date d'approbation des comptes consolidés de l'Initiateur, sur tout ou partie des actions émises par l'Initiateur que détient l'Investisseur Individuel dans l'Initiateur sous réserve de l'autorisation écrite préalable du Président ou M. Vincent Delaroche, le cas échéant.

Les actions de l'Initiateur acquises par BDC dans ce cadre seront achetées à une valeur de marché déterminée sur la base de la formule de prix décrite ci-avant (cf. §6.7).

En conséquence, les dispositions relatives aux promesses de liquidité consenties par les Investisseurs individuels au bénéfice de BDC ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.



6.9 Cession des actions de CAST Italie par M. Vincent Delaroche

Monsieur Vincent Delaroche détenait 1% du capital de la filiale CAST Italie. Dans le cadre de l'Opération, il a cédé ses actions à CAST SA pour la somme de 100.000 € le 19 juillet 2022. Nous nous sommes attachés à vérifier que le prix de cession était cohérent avec le rationnel de valorisation du groupe CAST au regard du prix d'Offre.

Après analyse, cette opération de cession n'appelle pas d'observations de notre part.

6.10 Acquisition d'actions hors marché

L'initiateur a conclu en date du 7 septembre 2022, cinq contrats d'acquisition d'actions auprès d'actionnaires minoritaires de CAST. Ces acquisitions hors marché portent sur 1.324.640 actions CAST, représentant environ 7,24% du capital de la Société.

Il est précisé que l'une de ces acquisitions, portant sur 56.392 actions, est réalisée auprès d'un administrateur de la Société, Monsieur Paul Camille Bentz.

Nous avons obtenu communication de ces contrats qui ont été conclus à des conditions strictement identiques à celles proposées aux autres actionnaires dans le cadre de l'Offre, à savoir un prix de 7,55 € par action CAST augmenté, le cas échéant, du complément de prix de 0,30 € par action en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

En conséquence, ces acquisitions d'actions hors marché ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.11 Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

L'Initiateur nous a confirmé n'avoir connaissance d'aucun autre accord conclu, ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre.

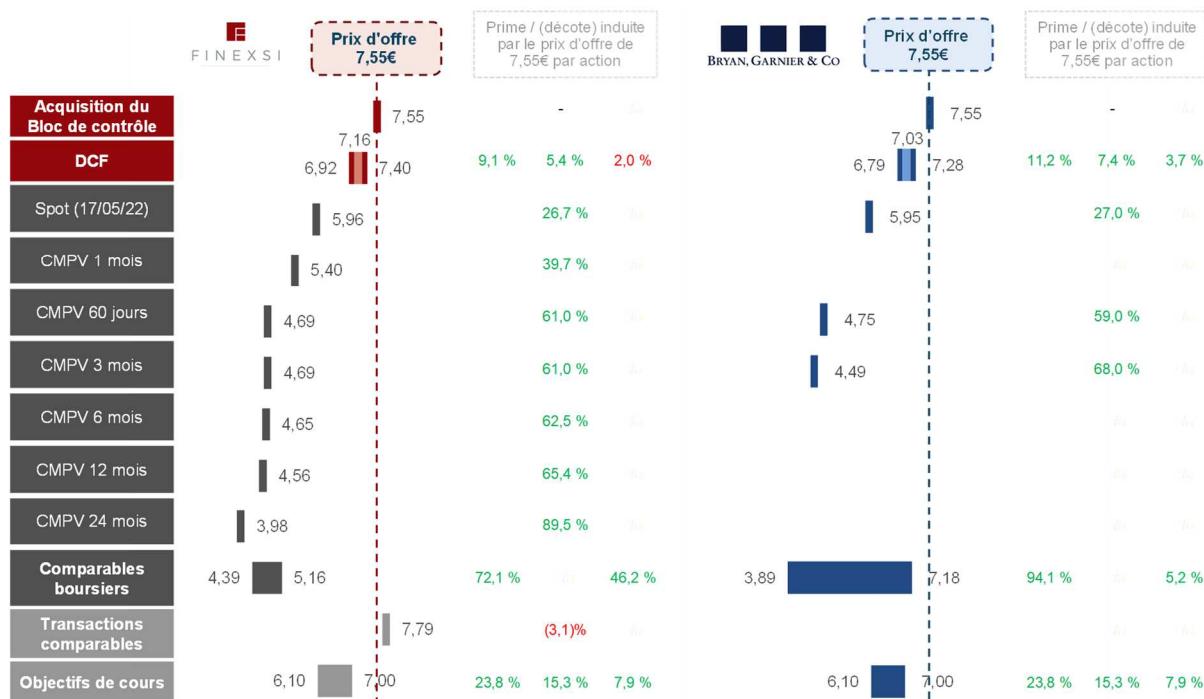
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Établissement Présentateur

BRYAN, GARNIER & CO, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section III du projet de note d'information.

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

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 12 - Comparaison des travaux d'évaluation de FINEXSI et de l'Établissement Présentateur



Sources : Rapport d'évaluation présenté par BRYAN, GARNIER & CO, Analyses FINEXSI

7.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de CAST, l'établissement présentateur a retenu les mêmes méthodes et références que FINEXSI, à l'exception de la méthode des transactions comparables qui a été écartée. BRYAN, GARNIER & CO a ainsi retenu la référence à la transaction récente intervenue sur le capital de la Société, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, la référence au cours de bourse, la méthode des comparables boursiers et la référence aux objectifs de cours des analystes.

À noter que l'établissement présentateur fait référence à ces différents critères d'évaluation sans faire de distinction entre ces dernières (à titre principal/secondaire notamment). FINEXSI présente pour sa part quant à lui la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société et la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels à titre principal, la référence au cours de bourse et la méthode analogique des comparables boursiers à titre secondaire, les transactions comparables et la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif.

Par ailleurs, tout comme nous l'avons fait, l'établissement présentateur a écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net comptable, l'actif net réévalué et l'actualisation des dividendes futurs.

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

7.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

7.2.1 Données de référence

7.2.1.1 Nombre d'actions retenu

L'établissement présentateur a considéré, dans le calcul du nombre d'actions retenu au 30 juin 2022, (i) 18.086.092 actions en circulation, auxquelles s'ajoutent (ii) 212.200 actions émises depuis le 1er juillet 2022 suite à l'exercice de stock-options à un prix d'exercice moyen de 3,14 € et (iii) 53.300 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de l'exercice à venir de stock-options à un prix d'exercice moyen de 3,06 €, desquelles se déduisent 388.014 actions liées à l'autocontrôle. Le reste des instruments dilutifs n'a pas été retenu dans l'analyse. L'établissement présentateur a ainsi retenu un nombre de 17.963.578 actions.

Nous avons, pour notre part, considéré 669.000 stock-options, exerçables ou non, et 60.000 actions gratuites en cours d'acquisition, ce qui nous a amenés à retenir un nombre d'actions de 18.427.078.

L'écart de 463.500 actions entre le nombre d'actions retenu par l'établissement présentateur et le nôtre correspond à la différence entre (i) les 669.000 stock-options et les 60.000 actions gratuites en cours d'acquisition que nous avons pris en compte et (ii) les 212.200 actions émises depuis le 1^{er} juillet 2022 suite à l'exercice de stock-options et les 53.300 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, ces deux composantes étant retenues dans nos calculs dans les 669.000 stock-options mentionnés ci-dessus.

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

L'établissement présentateur a retenu une trésorerie nette ajustée de 14,9 M€ au 30 juin 2022 pour la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels. Ce montant exclut les passifs de loyers pour 2,2 M€ dans la mesure où les loyers sont intégrés dans les flux de trésorerie.

Pour les autres méthodes d'évaluation, l'établissement présentateur a retenu une trésorerie nette ajustée de 12,7 M€ au 30 juin 2022, incluant les passifs de loyers pour 2,2 M€.



Les deux montants de trésorerie nette ajustée incluent par ailleurs des produits issus de l'exercice des *stock-options* pris en compte dans le nombre d'actions retenu (0,8 M€) et des engagements retraites (-1,4 M€).

Pour sa part, FINEXSI a retenu une trésorerie nette ajustée d'un montant de 19,3 M€ au 30 juin 2022, étant rappelé que ce montant ne tient pas compte des dettes de loyers dans la mesure où l'application de la norme IFRS 16 n'a pas été prise en compte dans le plan d'affaires du management.

Les principaux écarts entre le montant retenu par l'établissement présentateur et le montant déterminé par FINEXSI proviennent essentiellement des éléments suivants retenus par FINEXSI :

- Les intérêts minoritaires pour un montant de -1,1 M€ correspondant aux participations minoritaires au sein des filiales de CAST, réévalués sur la base du multiple de chiffre d'affaires induit par le prix d'Offre ;
- Les passifs sur contrats pour un montant de -2,8 M€ au 30 juin 2022 ;
- L'encaissement lié à l'exercice des *stock-options* pour un montant actualisé de 2,6 M€ (au lieu de 0,8 M€ retenu par l'établissement présentateur) ;
- Les déficits fiscaux reportables, non imputés dans la méthode DCF, pour un montant de 5,6 M€, étant rappelé que l'établissement présentateur a pour sa part imputé le stock de déficits fiscaux reportables de 13,5 M€ de la Société mère du Groupe dans les flux du plan d'affaires ;
- Les créances de Crédit Impôt Recherche (CIR) pour un montant de 552 K€.

7.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

L'établissement présentateur retient, tout comme FINEXSI, l'acquisition du Bloc de Contrôle par FINANCIERE DA VINCI au prix unitaire de 7,55 € par action intervenue le 21 juillet 2022.

7.2.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

7.2.3.1 Concernant les prévisions considérées

Les travaux de FINEXSI sont basés sur le plan d'affaires « *standalone* » 2022^e-2026^e établi par le management de la Société, alors que ceux de l'établissement présentateur se basent sur un plan d'affaires élaboré par l'Initiateur.

Les deux plans d'affaires sont établis avant application de la norme IFRS 16, et intègrent donc les charges de loyers dans les flux.

Afin de tendre vers une performance normative, FINEXSI a procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 5 années supplémentaires, ce qui n'est pas le cas de l'établissement présentateur.

7.2.3.2 Concernant les hypothèses financières

Tout comme nous, l'établissement présentateur a retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Concernant le taux d'actualisation, BRYAN, GARNIER & Co retient, tout comme FINEXSI, un coût des fonds propres en l'absence d'endettement net de la Société. Celui-ci s'élève à 12,6%, quand nous retenons un taux de 10,9%.

7.2.3.3 Analyse des sensibilités et résultats

L'établissement présentateur et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action CAST aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation avec des pas de sensibilité différents concernant le taux de croissance à l'infini. FINEXSI a également analysé la sensibilité de la valeur par action aux variations combinées du taux de marge d'EBIT normatif et du taux d'actualisation.

La valeur par action retenue par BRYAN, GARNIER & Co s'établit dans une fourchette comprise entre 6,79 € et 7,28 €, avec une valeur centrale de 7,03 € par action CAST.

Pour FINEXSI, la valeur par action CAST s'établit entre 6,92 € et 7,40 €, avec une valeur centrale de 7,16 € par action.

7.2.4 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par l'Établissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

7.2.5 Méthode des comparables boursiers

L'Établissement Présentateur a retenu un échantillon composé de sept Sociétés : DASSAULT SYSTEMES, ESKER, ESI GROUP, AXWAY, CEGEDIM, LINEDATA SERVICES et SIDETRADE.

FINEXSI a retenu, à l'exception de DASSAULT SYSTEMES en raison d'une taille considérée comme trop importante en comparaison de celle de CAST, deux comparables en plus des sept Sociétés susmentionnées : VERIMATRIX et WITBE.

L'établissement présentateur considère des multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA, quand nous retenons les multiples l'EBIT afin de limiter les éventuelles distorsions liées aux politiques de capitalisation des frais de développement des sociétés comparables et à l'application ou non de la norme IFRS 16 au sein des Sociétés de l'échantillon.

FINEXSI a appliqué les multiples médians d'EBIT 2022E, 2023E et 2024E de l'échantillon au seul EBIT 2024E de CAST, dans la mesure où les EBIT 2022E et 2023E de CAST apparaissent très faibles et non représentatifs en raison d'un niveau de dépenses relativement élevé sur ces années du fait d'un renforcement des équipes R&D et « *Sales & marketing* ».



BRYAN, GARNIER & CO considère pour sa part le chiffre d'affaires et l'EBITDA des années 2021, 2022E et 2023E pour l'application des multiples. BRYAN, GARNIER & Co a également appliqué une décote de taille de 25% aux multiples de chiffres d'affaires, en raison notamment d'une génération plus importante de revenus récurrents au sein des Sociétés de l'échantillon par rapport à CAST.

BRYAN, GARNIER & Co retient des fourchettes de valeurs par action CAST comprises entre 6,02€ et 7,18€ pour les multiples de chiffre d'affaires, et entre 3,89 € et 4,82 € pour les multiples d'EBITDA contre une fourchette de valeurs entre 4,39 € et 5,16 € par action CAST pour FINEXSI.

7.2.6 Méthode des transactions comparables

Comme indiqué précédemment, l'établissement présentateur a écarté cette méthode d'évaluation. BRYAN, GARNIER & CO présente cependant les résultats de ses analyses à titre indicatif.

Dans le cadre de ses travaux, FINEXSI a retenu 13 transactions intervenues depuis 2020 et impliquant des éditeurs de logiciels français. L'établissement présentateur a retenu quant à lui des transactions intervenues depuis 2016 et impliquant des Sociétés opérant dans les secteurs de la *Software Intelligence* et de l'*Application Performance Management* (APM), ce qui a abouti à la constitution d'un échantillon de 21 transactions rassemblant des cibles majoritairement nord-américaines.

Par ailleurs, l'Établissement Présentateur considère l'EBITDA comme agrégat de référence alors que FINEXSI retient le chiffre d'affaires en l'absence d'un nombre suffisant de transactions pour lesquelles un multiple d'EBIT est disponible.

FINEXSI applique le multiple médian de l'échantillon au chiffre d'affaires 2021 de CAST, correspondant au dernier exercice clos.

L'établissement présentateur applique pour sa part les multiples moyens et médian extériorisés par son échantillon à un EBITDA normatif, correspondant à la moyenne des EBITDA 2021, 2022 et 2023, retraités de l'impact de la norme IFRS 16.

BRYAN, GARNIER & CO présente ainsi à titre indicatif une fourchette de valeurs comprises entre 5,01 € et 6,78 € par action CAST, quand nous retenons une valeur de 7,79 € par action CAST.

7.2.7 Objectifs de cours des analystes

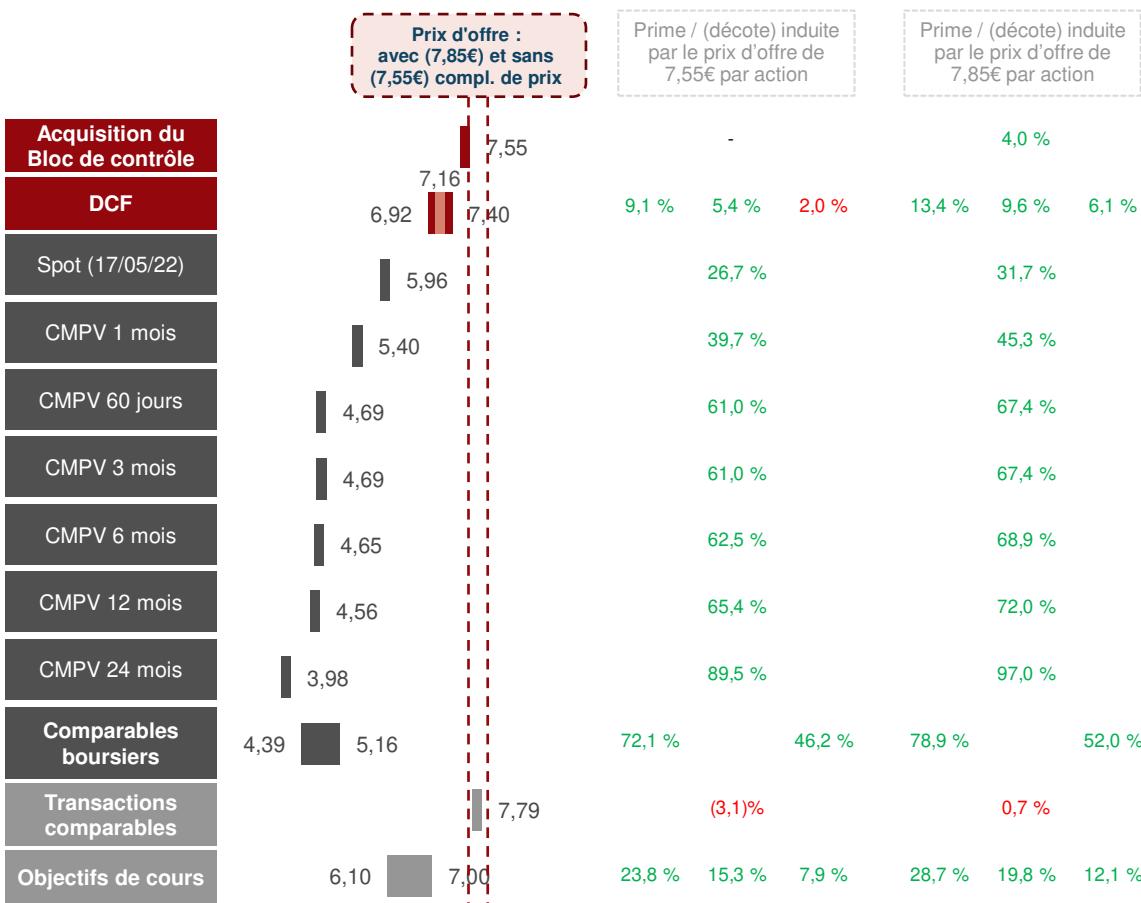
La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre CAST retenues par l'Établissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses se basent sur les mêmes notes.

8. Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation de CAST

À l'issue de nos travaux, nous observons que les prix de 7,55 € et 7,85 € (incluant un complément de prix de 0,30 €) par action CAST font apparaître les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes et références que nous avons jugées pertinentes.

Figure 13 – Synthèse de nos travaux d'évaluation



Sources : Analyses FINEXSI

8.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire de CAST

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 7,55 € par action auquel s'ajoutera un complément de prix de 0,30 € par action en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Ce prix d'Offre ainsi que le complément de prix correspondent aux conditions d'acquisition d'un bloc de contrôle par l'Initiateur le 21 juillet 2022 auprès des principaux actionnaires de CAST. Le prix d'Offre (hors complément de prix) extériorise une prime de 5,4% sur la valeur centrale de notre méthode DCF, laquelle repose sur un plan d'affaires préparé par le management qui reflète de fortes ambitions en matière de croissance de l'activité, de mutation vers un modèle SaaS et envisage à terme un niveau de rentabilité en marge d'EBIT très largement supérieur à ce que la Société a été capable de délivrer jusqu'à présent. En cela, l'actionnaire minoritaire bénéficie, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action CAST, d'autant que cette prime extériorisée s'élève à 9,6% avec le complément de prix en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de CAST qui le souhaitent, avec une prime de 26,7% sur le dernier cours de bourse précédent l'annonce et une prime de 61% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédent l'annonce, étant rappelé que le flottant de la Société est faible et les volumes observés limités.

Concernant les méthodes analogiques, présentées à titre secondaire et indicatif, nous observons que celles-ci encadrent le prix d'Offre. Celui-ci fait ressortir des primes de +46,2% et +72,1% sur la fourchette de valeurs extériorisées par les comparables boursiers et une décote limitée de 3,1% sur les valeurs extériorisées par les transactions comparables, étant rappelé que ces méthodes apparaissent toutefois difficiles à mettre en œuvre pour les raisons de comparabilité des échantillons et de cycle de mutation des modèles économiques des différentes Sociétés constituant les échantillons.

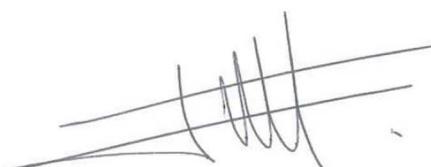
En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le Contrat d'Acquisition d'un bloc de contrôle par l'Initiateur, (ii) les pactes d'associés, (iii) les apports en nature d'actions ordinaires CAST à l'Initiateur par certains actionnaires, (iv) l'emprunt obligataire convertible et les actions de préférence émises par l'Initiateur au profit de certains investisseurs, (v) le *Tender Offer Agreement* conclu avec la Société, (vi) le réinvestissement de certains salariés et dirigeants dans l'Initiateur, (vii) les accords de liquidité encadrant les transferts de titres, les options de souscription d'action non exerçables et les actions gratuites en cours d'acquisition par certains salariés et dirigeants, (viii) la cession d'actions CAST Italie par Monsieur Vincent Delaroche et (ix) les acquisitions de blocs d'actions hors marché auprès de certains actionnaires postérieurement à l'Offre, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 7,55 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de CAST. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, néanmoins nous rappelons que l'ensemble des actionnaires bénéficieront d'un complément de prix de 0,30 € par action en cas de mise en œuvre de celui-ci, soit un prix de 7,85 € par action, que nous considérons donc comme équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de CAST si le Retrait Obligatoire devait être mis en œuvre.

Fait à Paris le 21 septembre 2022

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Christophe LAMBERT

Associé

PJ : Annexes



9. Annexe

9.1 Présentation de FINEXSI et de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- commissariat aux comptes ;
- acquisitions et cessions d'entreprises ;
- apports et fusions ;
- évaluation et expertise indépendante ;
- assistance dans le cadre de litiges.

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

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 24 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourrelier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juin-21	Bel	Unibel SA	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait	Parella Weinberg Partners
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	
mai-22	Figeac Aero	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	N/A
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
juil.-22	NextStage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique Alternative d'Achat et d'Echange suivie d'un Retrait Obligatoire	N/A
juil.-22	Olympique lyonnais	Honest, Pathe, IDG	Raine Group	Augmentation de capital réservée à Eagle Football Holdings LLC	N/A

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

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

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

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

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 110 K€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 420 heures.



Description des diligences effectuées

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

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission.

2 - Identification des risques et orientation de la mission.

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables.

4 - Appréciation du contexte spécifique de l'Opération :

- échanges avec le management de la Société ;
- échanges avec les conseils juridiques de la Société.

5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique afférente.

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.

7 - Analyse du cours de bourse de CAST :

- Analyse de l'évolution du cours ;
- Analyse du flottant et de la liquidité.

8 - Revue du plan d'affaires du management de la Société.

9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité.

10 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers.

11 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des transactions comparables.

12 - Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :

- Cours spot et cours moyens pondérés par les volumes ;
- Objectifs de cours des analystes.

13 - Analyse du projet de note d'information, et en particulier des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre.

14 - Analyse du projet de note en réponse.

15 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société et de l'Initiateur.

16 - Revue indépendante.

17 - Rédaction du rapport.



Calendrier de l'étude

17 juin 2022	Désignation du cabinet FINEXSI en qualité d'Expert indépendant
17 juin 2022	Conférence téléphonique avec les conseils juridiques de la Société
20 juin 2022	Réunion de travail avec le management sur le plan d'affaires de la Société
22 juin 2022	Conférence téléphonique avec l'Établissement Présentateur
24 juin 2022	Réunion de travail avec les conseils juridiques de la Société sur les accords connexes
27 juin 2022	Première réunion avec le Comité ad hoc
28 juin 2022	Réunion de travail avec le management, les conseils juridiques de la Société et l'Initiateur sur les accords connexes
19 juillet 2022	Réunion de travail avec l'Établissement Présentateur sur son rapport d'évaluation
2 septembre 2022	Conférence téléphonique avec le management
5 septembre 2022	Seconde réunion avec le Comité ad hoc
5 septembre 2022	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
6 septembre 2022	Réception des lettres d'affirmation signées par CAST et FINANCIERE DA VINCI
7 septembre 2022	Remise de notre attestation d'équité
21 septembre 2022	Remise de notre attestation d'équité complété d'une précision dans la conclusion à la demande de l'AMF (annule et remplace du rapport du 7 septembre 2022)

Liste des principales personnes rencontrées ou contactées

CAST

- Monsieur Vincent DELAROCHE, PDG ;
- Monsieur Alexandre REROLLE, Directeur administratif et financier Groupe ;
- Monsieur Stéphane GUILLO, Directeur financier France.



Administrateurs de CAST

- Madame Marie DAVID, Administratrice ;
- Monsieur Paul BENTZ, Administrateur.

BRYAN, GARNIER & CO, Établissement Présentateur

- Monsieur Thibaut DE SMEDT, Associé Gérant ;
- Monsieur Stanislas DE GMELINE, Associé ;
- Monsieur Jerome GUYOT, Managing Director ;
- Monsieur Kevin ROLLAND, Vice President ;
- Monsieur Henri GUILBERT, Vice President.

GIDE LOYRETTE NOUEL, conseil juridique de la Société

- Monsieur Antoine TEZENAS DU MONTCEL, Associé ;
- Madame Anaïs ROUDEL, Avocate ;
- Madame Elise BERNARD, Avocate ;
- Madame Rosalie SCHWARZ, Avocate.

Sources d'information utilisées

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière de CAST ;
- Plan d'affaires 2022-2026 de la Société ;
- PV des Conseils d'administration tenus en 2020, 2021 et 2022 ;
- Rapport d'évaluation de CAST préparé par l'Établissement Présentateur ;
- Projet de note d'information et de note en réponse ;
- Notes d'analystes suivant le titre CAST.



Informations de marché

- Communication financière de CAST sur les exercices 2017 à 2021 et sur le 1er semestre 2022 ;
- Communication de CAST relative à l'Opération ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, etc. ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, FMI, BANQUE DE FRANCE.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Le signataire, Monsieur Christophe LAMBERT (Associé), a notamment été assisté de Messieurs Maxime ROGEON (Senior Manager), Ernst POKOSSY (Analyste) et Jonathan BAUDIFFIER (Analyste).

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

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

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

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



Lettre de mission



FINEXSI

**A l'attention de Monsieur Christophe
Lambert
14, rue de Bassano
75116 PARIS**

Paris, le 22 juin 2022

Cher Monsieur,

CAST (ou « la Société ») est le pionnier et chef de file de la Software Intelligence. La technologie CAST est reconnue comme « l'IRM pour logiciel » la plus précise du marché. Elle fournit des informations exploitables sur la composition des logiciels, les architectures, les défauts et niveaux de qualité structurels, les niveaux de préparation au cloud et les risques légaux et sécuritaire de l'Open Source.

La Société est présente à l'échelle mondiale avec des implantations en Amérique du Nord, en Europe, en Inde et en Chine. Avec plus de 320 collaborateurs, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 44,2 M€ en 2021.

La Société a annoncé le 18 mai 2022 être entrée en négociations exclusives avec la société FINANCIERE DA VINCI, contrôlée par BRIDGEPOINT SAS puis, après immatriculation par les fonds BRIDGEPOINT DEVELOPMENT CAPITAL, en vue de l'acquisition par FINANCIERE DA VINCI, par voie de cession et d'apports en nature, de 11.767.461 actions CAST (« le Bloc de Contrôle »), représentant 65% du capital de la Société, au prix de 7,55 € par action.

CAST et ses principaux actionnaires ont annoncé la signature, le 19 mai 2022, du contrat d'acquisition de bloc portant sur 11.767.461 actions CAST, la réalisation de cette acquisition demeurant soumise à des conditions suspensives usuelles pour ce type d'opération.

En cas de réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, FINANCIERE DA VINCI lancerait une OPAS obligatoire sur les titres CAST, au même prix de 7,55 € action.

Dans l'hypothèse où le seuil permettant la réalisation d'un Retrait Obligatoire (90%) serait atteint à l'issue de l'OPAS, celui-ci serait mis en œuvre avec un complément de prix de 0,30 € par action qui serait versé à l'ensemble des actionnaires ayant apporté à l'Offre. Le Retrait Obligatoire serait ainsi réalisé au prix de 7,85 € par action CAST.

L'acquisition du Bloc de Contrôle et le dépôt de l'OPAS devraient intervenir au début du second semestre 2022.

Le Comité ad hoc de CAST ne comptant parmi ses membres qu'une seule administratrice indépendante, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1, III du règlement

général de l'AMF ne sont pas réunies. Votre désignation en qualité d'expert indépendant a donc été soumise à la non-opposition de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son Règlement Général et de l'article 2 de l'instruction AMF DOC-2006-08, laquelle ne s'y est pas opposée.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

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

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

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes prévues aux articles 261-1 I 2°, 4° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF :

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

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

2. *Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (les dirigeants concluront des accords avec l'initiateur) ;*
4. *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée [...].* (Des accords connexes sont prévus).

261 – 1 II. « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16.* » (Un retrait obligatoire sera mis en œuvre à l'issue de l'OPAS si les conditions sont réunies).

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier défini par les conseils de la Société et de l'Initiateur, lequel pour se déroulait de la manière suivante :

Semaine du 18 juillet 2022 : Début de la Mission

Avant fin juillet 2022 : Acquisition du bloc de contrôle par l'Initiateur

Semaine du 29 août 2022 : Dépôt par l'Initiateur du projet d'Offre

Semaine du 5 septembre 2022 :

- Date prévue de remise de votre rapport
- Conseil d'administration de CAST émettant son avis motivé sur le projet d'Offre
- Dépôt du projet de note en réponse

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à 20 jours de négociation. Ce délai minium s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier prévu est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la société, ses conseils et le comité ad hoc ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de CAST (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...) ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'examen détaillé des modalités sur lesquelles se fondent les droits à compléments de prix en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;

- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires.

Conflit d'intérêt

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

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

Vincent Delaroche
Président Directeur Général

