

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

PROJET DE NOTE

ETABLI PAR LA SOCIETE



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE ESI GROUP SA INITIEE PAR LA SOCIETE

KEYSIGHT TECHNOLOGIES NETHERLANDS B.V.



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 7 novembre 2023, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi agissant en qualité d'expert indépendant est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Des exemplaires du Projet de Note en Réponse sont disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de ESI Group SA (<https://investors.esi-group.com/>) et peuvent être obtenus sans frais sur simple demande au siège social de ESI Group SA, 3 bis, rue Saarinen, 94528 Rungis.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF (le « **RG AMF** »), les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de ESI Group SA seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

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

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L’OFFRE	4
1.1.	Présentation de l’Offre	4
1.2.	Rappel des principaux termes de l’Offre.....	5
1.3.	Ajustements des termes de l’Offre	6
1.4.	Contexte et motifs de l’Offre.....	6
1.4.1	Contexte	6
1.4.2	Motifs de l’Offre	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION	8
2.1.	Rappel des décisions préalables du Conseil d’administration	8
2.2.	Avis motivé du Conseil d’administration.....	8
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE ESI GROUP	11
4.	INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	12
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE.....	12
5.1.	Contrat d’Acquisition du Bloc de Contrôle – Ajustements	12
5.2.	<i>Tender Offer Agreement</i> conclu avec la Société.....	13
5.3.	Accords de liquidité.....	13
6.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	13
6.1.	Structure et répartition du capital de la Société	13
6.2.	Situation des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital	14
6.2.1	Situation des bénéficiaires d’Actions Gratuites.....	14
6.2.2	Situation des titulaires de stock-options	16
6.3.	Restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote et aux transferts d’actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du code de commerce	17
6.4.	Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du code de commerce	17
6.5.	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissements de seuils ou d’une déclaration d’opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce.....	17
6.6.	Liste des détenteurs de titres ESI Group comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	18
6.7.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	18
6.8.	Accords dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d’actions et à l’exercice des droits de vote	18
6.9.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de ESI Group	18
6.9.1	Nomination et remplacement des membres du Conseil d’administration	18
6.9.2	Modification des statuts de ESI Group.....	19
6.10.	Pouvoirs du Conseil d’administration, en particulier concernant l’émission ou le rachat d’actions	19
6.11.	Accords conclus par ESI Group étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de ESI Group	20
6.11.1	Financements	20
6.12.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d’administration ou les salariés de la Société, s’ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’une offre publique d’achat ou d’échange	20
7.	RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	21

8.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	21
9.	PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	21

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 231-13, 232-1 et suivants et 234-2 et suivants du RG AMF, Keysight Technologies Netherlands B.V., société à responsabilité limitée (*besloten vennootschap*) de droit néerlandais au capital de 87.638.788 euros, dont le siège social est sis au 288 Hullenbergweg, 1101 BV Amsterdam, Pays-Bas, et enregistrée sous le numéro 58724265 (« **Keysight Technologies** » ou l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagé à offrir aux actionnaires de la société ESI Group SA, société anonyme sise 3 bis rue Saarinen, Immeuble le Séville, 94528 Rungis, enregistrée sous le numéro 381 080 225 RCS Créteil (« **ESI Group** » ou la « **Société** », et ensemble avec ses filiales, le « **Groupe** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004110310, mnémonique ESI (les « **Actions** »), dans le cadre d'une offre publique d'achat obligatoire (l'« **Offre** ») dont les termes et conditions sont stipulés dans le projet de note d'information établi par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF le 7 novembre 2023 (le « **Projet de Note d'Information** »), d'acquérir la totalité de leurs Actions au prix unitaire de 155 euros (le « **Prix de l'Offre** »).

L'Initiateur est une filiale indirecte de Keysight Technologies, Inc., société par actions (*joint stock company*) de droit de l'Etat du Delaware (Etats-Unis), au capital émis de 2.000.000 dollars à la date du 31 octobre 2022, dont le siège social est sis au 1400 Fountaingrove Parkway, Santa Rosa, CA 95403 (Etats-Unis), enregistrée sous le numéro 5433360 (« **Keysight Technologies, Inc.** »), et dont les actions sont admises aux négociations au New York Stock Exchange (NYSE).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 3 novembre 2023 (la « **Date de Transfert du Bloc de Contrôle** »), de 3.080.607 Actions, par voie d'une acquisition de bloc hors marché, représentant 50,56% du capital et 55.73% des droits de vote théoriques¹, auprès de plusieurs actionnaires de la Société (les « **Cédants** »)², à un prix de 155 euros par Action (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »). A la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, les Actions cédées dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle représentaient 50,56% du capital social et 46,32% des droits de vote théoriques de la Société³.

L'Offre porte sur :

- la totalité des Actions en circulation non détenues par l'Initiateur, soit, au 30 septembre 2023 et à la connaissance de la Société, un nombre de 2.630.342 Actions ;
- la totalité des Actions susceptibles d'être émises ou remises entre le 30 septembre 2023 et la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, soit, à la connaissance de la Société, un maximum de 88.485 Actions si toutes les options de souscription ou d'acquisition d'Actions octroyées par la Société (les « **Options** »), sont exercées par leurs bénéficiaires avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte ; et

¹ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF sur la base du nombre total d'Actions et de droits de vote au 30 septembre 2023 (préalablement au Transfert du Bloc de Contrôle). 1.413.608 Actions du Bloc de Contrôle bénéficiaient d'un droit de vote double qui a disparu par l'effet du Transfert du Bloc de Contrôle.

² Les Cédants sont Amy-Sheldon Lorient de Rouvray, Cristel Lorient de Rouvray, John Alexandre Lorient de Rouvray, Amy Louise Lorient de Rouvray, Alex Peng Dubois-Sun, Long Path Partners, et Briarwood Capital Partners.

³ Sur la base d'un total de 6.092.586 Actions au 30 septembre 2023, représentant 6.650.195 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF après la perte des droits de vote double résultant du Transfert du Bloc de Contrôle.

- la totalité des Actions susceptibles d’être remises entre le 30 septembre 2023 et la clôture de l’Offre ou, le cas échéant, de l’Offre Réouverte, soit à la connaissance de la Société, un maximum de 34.534 Actions aux bénéficiaires de plans d’actions gratuites en vigueur dans la Société et dont l’acquisition définitive a été accélérée pour prendre effet à la Date de Transfert du Bloc de Contrôle (les « **Actions Gratuites Accélérées** »),

Soit un total maximum de 2.753.361 Actions⁴.

Il est précisé que l’Offre ne porte pas sur :

- les 3.080.607 Actions détenues par l’Initiateur ; et
- les 381.637 Actions auto-détenues par la Société⁴.

Il est précisé que, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l’invalidité du titulaire) :

- un total de 68.258 Actions susceptibles d’être remises à raison des plans d’actions gratuites n°11, 11 bis, 11 ter, 11 quater, 11 quinquies, 11 sexies, 11 septies, 11 octies, 11 nonies, 11 decies, 11 undecies et 11 duodecies, tels que décrits à la section 6.2 ci-après, seront toujours en période d’acquisition à la date de clôture de l’Offre (ou, le cas échéant, de l’Offre Réouverte) et ne pourront pas être apportées à l’Offre ; et
- un total de 15.676 Actions susceptibles d’être remises à raison des plans d’actions gratuites n°11, n°11 quater et n°11 sexies, tels que décrits à la section 6.2 ci-après, seront toujours en période de conservation à la date de clôture de l’Offre (ou, le cas échéant, de l’Offre Réouverte) et ne pourront pas être apportées à l’Offre,

ensemble, les « **Actions Gratuites** ».

Les Actions Gratuites bénéficient du mécanisme de liquidité décrit à la section 6.2 ci-après.

A la date du Projet de Note en Réponse, il n’existe pas de titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les Actions Gratuites, les Actions Gratuites Accélérées, et les Options.

Conformément aux articles 231-13 et 232-1 du RG AMF, le 7 novembre 2023, J.P. Morgan et BNP Paribas (ensemble les « **Etablissements Présentateurs** ») ont déposé l’Offre et le Projet de Note d’Information auprès de l’AMF pour le compte de l’Initiateur, en qualité d’établissements présentateurs. Seule BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l’Initiateur dans le cadre de l’Offre.

1.2. Rappel des principaux termes de l’Offre

En application de l’article 231-13 du RG AMF, les Etablissement Présentateurs agissant pour le compte de l’Initiateur, ont déposé le 7 novembre 2023 auprès de l’AMF le projet d’Offre ainsi que le Projet de Note d’Information relatif à l’Offre.

L’Offre, qui revêt un caractère obligatoire, sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du RG AMF et sera ouverte pour une durée d’au moins

⁴ Chiffres arrêtés au 30 septembre 2023.

vingt-cinq (25) jours de négociation. Par ailleurs, l'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du RG AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, pour une durée d'au moins dix (10) jours de négociation, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** ») (voir la section 2.12 du Projet de Note d'Information).

Si les conditions légales sont remplies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai maximum de dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, ou, si l'Offre est réouverte, dans un délai maximum de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire par le transfert des Actions qui ne lui appartiennent pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale à 155 euros par Action.

Les termes de l'Offre qui sont décrits aux sections 1.2, 1.3 et 1.4, sont amplement détaillés en section 1 du Projet de Note d'Information.

Conformément au Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est irrévocablement engagé auprès des actionnaires de la Société à acquérir toutes les Actions qui seront présentées à l'Offre pendant une période d'au moins 25 jours de négociation, à un prix en numéraire de 155 euros par Action (droits à distribution attachés).

1.3. Ajustements des termes de l'Offre

Conformément au Projet de Note d'Information, si la Société devait procéder au paiement ou au détachement de tout dividende ou distribution préalablement à la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse) ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (incluse), le Prix de l'Offre sera ajusté afin de tenir compte de cet événement.

Tout ajustement du prix de l'Offre fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse qui sera soumis à l'accord préalable de l'AMF.

1.4. Contexte et motifs de l'Offre

1.4.1 Contexte

L'Initiateur, qui est indirectement contrôlé par Keysight Technologies, Inc., a participé à un processus de cession concurrentiel organisé par la Société. L'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations concernant la Société dans le cadre d'une procédure dite de « data room ». Il est précisé que les informations qui lui ont été communiquées par la Société l'ont été conformément aux recommandations figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée de l'AMF⁵. Celle-ci ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant la Date de Transfert du Bloc de Contrôle.

Le processus de cession concurrentiel organisé a conduit à la fixation du Prix de l'Offre par Action, lequel intègre une prime de contrôle dont bénéficient l'ensemble des actionnaires de la Société.

⁵ Position recommandation de l'AMF DOC-2016-08, en date du 26 octobre 2016, modifiée le 29 avril 2021.

Le 28 juin 2023, après une période de discussion et de diligences, l'Initiateur a remis une offre aux Cédants en vue d'acquérir l'intégralité de leurs participations respectives au capital de la Société, soit 3.080.607 Actions, représentant 50,56% du capital et 55,73% des droits de vote théorique de la Société⁶, au prix de 155 euros par Action.

L'Initiateur et la Société ont également conclu le 28 juin 2023 un contrat rédigé en langue anglaise et intitulé *Tender Offer Agreement* au titre duquel l'Initiateur s'est engagé à déposer l'Offre, sous réserve de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. Ce contrat est plus amplement décrit à la section 5.2.

L'accueil favorable du principe du projet de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et du projet d'Offre par le Conseil d'administration de la Société et la nomination du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant (tel que défini à la section 2.1) ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 29 juin 2023.

La Société a engagé la procédure d'information et consultation de son comité social et économique (« CSE »), qui a émis un avis favorable le 19 septembre 2023 sur le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle et l'Offre qui en découle.

Le 22 septembre 2023, l'Initiateur et les Cédants ont conclu un contrat de cession d'actions relatif à l'Acquisition du Bloc de Contrôle (le « **Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle** »), tel que décrit en section 1 du Projet de Note d'Information.

L'obtention de l'avis du CSE et la signature du Contrat d'Acquisition ont fait l'objet d'un communiqué de presse publié le 22 septembre 2023.

L'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée le 3 novembre 2023, suite à l'obtention des autorisations de l'autorité de concurrence allemande ainsi que du UK Cabinet Office et du Ministère de l'Economie et des Finances au titre de la réglementation sur les investissements étrangers. La réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle a fait l'objet d'un communiqué de presse publié le 3 novembre 2023.

Préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur ne détenait aucune Action de la Société.

1.4.2 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre du rapprochement entre l'Initiateur et la Société, lequel est détaillé, ainsi que ses motifs, à la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information.

La Note d'Information indique que l'Acquisition de Bloc et l'Offre subséquente ont notamment pour objectif de permettre à l'Initiateur d'étendre davantage ses capacités de prototypage virtuel dans le secteur de l'ingénierie assistée par ordinateur, permettant aux clients d'accélérer la mise sur le marché, de réduire les coûts opérationnels, tout en réduisant leur empreinte environnementale.

Cette opération permettra en outre à la Société de s'adosser à une société technologique de premier plan, permettant le développement des activités de la Société, qui sont complémentaires de celles de l'Initiateur.

⁶ Sur la base d'un total de 6.092.586 Actions au 30 septembre 2023, représentant 6.650.195 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF après la perte des droits de vote double résultant du Transfert du Bloc de Contrôle.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1. Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration d'ESI Group, réuni le 8 juin 2023, a :

- mis en place un comité *ad hoc* composé de M. Alex Davern (président et administrateur indépendant), Mme Cristel de Rouvray (membre du Conseil d'administration et directrice générale d'ESI Group), M. Yves de Balmann (administrateur indépendant) et M. Patrice Soudan (administrateur indépendant), conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (comité *ad hoc* composé de membres indépendants, à l'exception de Mme Cristel de Rouvray) et à la recommandation R7 du code Middledenext (présidence confiée à un membre indépendant), à l'effet de (i) recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le Conseil d'administration d'ESI Group, (ii) déterminer l'étendue de sa mission et (iii) assurer le suivi de ses travaux dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration d'ESI Group sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés ; et
- sur la base de la recommandation du comité *ad hoc*, désigné le cabinet Finexsi, représenté par M. Peronnet, en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF, un rapport incluant une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel (l'« **Expert Indépendant** »).

Le Conseil d'administration d'ESI Group, réuni le 28 juin 2023, a accueilli favorablement le principe du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle et du projet d'Offre qui en découle.

L'accueil favorable du principe du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle et du projet d'Offre par le Conseil d'administration de la Société et la nomination du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 29 juin 2023.

2.2. Avis motivé du Conseil d'administration

Sur le fondement du rapport émis par l'Expert Indépendant et de la recommandation du comité *ad hoc*, le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 6 novembre 2023, a rendu à l'unanimité⁷ l'avis motivé suivant sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés:

*« Le conseil d'administration de la société ESI Group (la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat initié par la société Keysight Technologies, Inc. (l'« **Initiateur** » ou « **Keysight** »), visant la totalité des actions ESI Group non détenues par l'Initiateur lors du dépôt de son projet d'offre à un prix de 155 euros par action (l'« **Offre** »).*

*Le président du conseil d'administration (le « **Président** ») rappelle que lors de sa réunion du 28 juin 2023, le Conseil a accueilli favorablement le projet de prise de participation majoritaire par l'Initiateur au capital de la Société et que l'Offre fait suite à l'acquisition hors marché par*

⁷ Au moment de cette décision, le Conseil d'administration était composé de Cristel de Rouvray (membre et Directrice Générale), Alex Davern (président et membre indépendant), Yves de Balmann (membre indépendant), Patrice Soudan (membre indépendant), Rajani Ramanathan (membre indépendant) et Véronique Jacq (membre indépendant).

l'Initiateur d'un bloc d'actions représentant environ 50.6% du capital social et 55.8% des droits de votes théoriques de la Société, à un prix de 155 euros par action, dont la réalisation est intervenue le 3 novembre 2023.

*Le Président rappelle également, que, conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, lors de sa réunion du 8 juin 2023, le Conseil a mis en place un comité ad hoc chargé de superviser la mission d'un expert indépendant devant être nommé par le Conseil. Ce comité ad hoc est composé de M. Alex Davern (président et membre indépendant du Conseil), Mme. Cristel de Rouvray (membre du Conseil et directrice générale de la Société), M. Yves de Balman (membre indépendant du Conseil), and M. Patrice Soudan (membre indépendant du Conseil) (le « **Comité Ad Hoc** »). Lors de cette même réunion du 8 juin 2023, le Comité Ad Hoc a examiné la proposition d'intervention du cabinet Finexsi, présélectionné à l'issue d'un appel d'offres comprenant trois cabinets d'experts indépendants. Après avoir vérifié que Finexsi remplissait les critères de compétence et d'indépendance requis et qu'il n'était pas dans une situation de conflit d'intérêts au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08, le Comité Ad Hoc a décidé de recommander au Conseil la proposition d'intervention de Finexsi, jugée satisfaisante en termes d'expérience dans des missions similaires, de composition et de qualification de son équipe, de moyens matériels et enfin de prix.*

*Le Conseil a décidé à l'unanimité le 8 juin 2023 de suivre la recommandation du Comité Ad Hoc en nommant Finexsi en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** ») afin de rédiger un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire que Keysight pourrait mettre en œuvre à l'issue de l'Offre si les conditions réglementaires sont satisfaites.*

Le Président indique que le Comité Ad Hoc a pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant. Le Comité Ad Hoc a été assisté dans sa mission par le conseil juridique de la Société.

Le Président rappelle enfin au Conseil que le comité social et économique de la Société a rendu le 19 septembre 2023 un avis favorable sur l'acquisition hors marché par l'Initiateur d'un bloc de contrôle du capital social de la Société et sur l'Offre qui en a découlé.

(...)

Le Comité Ad Hoc présente au Conseil les conclusions de ses travaux de revue de l'Offre :

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, au plan financier, il note que :*
 - *le prix offert de 155 euros par action extériorise une prime de 72% par rapport au cours de clôture de 90.0 euros par action le 17 mai 2023, dernier jour ouvrable avant l'annonce par ESI Group de l'existence de discussions préliminaires avec certains tiers en réponse à des rumeurs dans la presse (la « Date de Communiqué de Fuite ») ; et de 95% par rapport au prix moyen pondéré en volume de 79.4 euros par action pour les trois mois précédant la Date de Communiqué de Fuite ;*
 - *l'Expert Indépendant a relevé que le prix offert de 155 euros fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre.*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, il relève que :*

- Keysight est une entreprise technologique de premier plan qui aide les entreprises, les fournisseurs de services et les gouvernements à accélérer l'innovation pour permettre de connecter et sécuriser le monde en fournissant des solutions de conception et de test électroniques utilisées dans la simulation, la conception, la fabrication, l'installation, l'optimisation et le fonctionnement sécurisé des systèmes électroniques dans les secteurs de la communication, des réseaux et de l'électronique. Keysight s'est séparée d'Agilent Technologies en 2014 et s'est engagée dans un changement stratégique vers des solutions plus axées sur les logiciels. Dans le domaine des logiciels de conception et de simulation, Keysight s'est historiquement concentré sur le design électronique. Sur les marchés desservis par la conception de circuits RF et micro-ondes, la conception numérique à haute vitesse et la modélisation de systèmes, Keysight est un acteur de premier plan, et environ 70 % des concepteurs RF à travers le monde utilisent les outils de Keysight. Keysight emploie actuellement environ 15 000 personnes dans le monde et fournit ses services à plus de 30.000 clients dans plus de 100 pays ;
- Keysight a fait part de son intention de poursuivre les orientations stratégiques prises par la Société et de soutenir son développement dans le cadre de son intégration au sein du groupe Keysight;
- Keysight a indiqué son intention de contribuer activement à la croissance de la Société, à la fois de manière organique et par le biais d'accords externes, en particulier grâce au financement et aux ressources supplémentaires qui pourraient être mis à la disposition de la Société du fait de son appartenance au groupe Keysight.
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, il relève que :
 - Keysight a indiqué que l'opération envisagée s'inscrit dans une politique de poursuite et de développement des activités de la société et ne devrait pas avoir d'impact majeur sur les salariés, ou sur le statut des accords collectifs, hormis, le moment venu, l'intégration envisagée des effectifs de la Société dans l'équipe mondiale de Keysight ;
 - l'Initiateur a proposé un mécanisme de liquidité aux détenteurs d'actions gratuites indisponibles qui ne peuvent pas apporter leurs titres à l'Offre.
- S'agissant du retrait obligatoire des actions ESI Group de la cotation du marché Euronext Paris, que l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre si les actions de la Société non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 10% du capital ou des droits de vote de la Société, il relève que :
 - l'Expert Indépendant a relevé que le prix offert de 155 euros est équitable d'un point de vue financier y compris dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;
 - le retrait de la cotation sera de nature à simplifier le fonctionnement de la Société et lui permettra de consacrer ses ressources à son développement.

Au vu des objectifs et intentions exprimées par l'Initiateur, du rapport de l'Expert Indépendant, et des conclusions des travaux de revue du Comité Ad Hoc, le Conseil, après en avoir délibéré considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité, d'émettre un avis favorable sur l'Offre tel qu'il lui a été présenté. Il recommande en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre. »

Afin de tenir compte de la nouvelle structure de l'actionnariat d'ESI Group à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur, le Conseil d'administration a également lors de sa réunion du 6 novembre 2023 et immédiatement après avoir rendu l'avis motivé précité :

- pris acte de la démission de Cristel de Rouvray, Alex Davern, Yves de Balmann et Véronique Jacq de leurs mandats d'administrateurs (et de président du conseil d'administration pour Alex Davern) de la Société, à effet à compter du 6 novembre 2023 ;
- décidé la cooptation de Hamish Gray, Jo Ann Juskie et Jason Kary en qualité d'administrateurs pour remplacer les administrateurs démissionnaires, Hamish Gray étant également nommé président du Conseil d'administration, sous réserve de la ratification de ladite cooptation par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société conformément aux articles L.225-24, 5° du Code de commerce et 10-II des statuts de la Société ;
- pris acte de la démission de Cristel de Rouvray de son mandat de directrice générale de la Société ; et
- décidé la nomination d'Olfa Zorgati en qualité de directrice générale de la Société, à effet à compter du 6 novembre 2023.

Ainsi, à la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé comme suit :

- Hamish Gray, membre et président ;
- Jo Ann Juskie, membre ;
- Jason Kary, membre ;
- Rajani Ramanathan, membre indépendant ; et
- Patrice Soudan, membre indépendant.

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE ESI GROUP

Les membres du Conseil d'administration de la Société ont indiqué, conformément à l'article 231-19 6° du RG AMF, leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre, comme suit :

- Hamish Gray, membre et président : ne détient pas d'Action à la date du Projet de Note en Réponse ;
- Jo Ann Juskie, membre : ne détient pas d'Action à la date du Projet de Note en Réponse ;
- Jason Kary, membre : ne détient pas d'Action à la date du Projet de Note en Réponse ;
- Rajani Ramanathan, membre indépendant : détient une (1) Action qu'elle n'apportera pas à l'Offre ; et
- Patrice Soudan, membre indépendant : détient deux milles cent (2100) Actions, qu'il apportera à l'Offre à l'exception d'une (1) Action qu'il conservera.

Par ailleurs, les membres du Conseil d'administration ayant démissionné le 6 novembre 2023 ont fait part de leur intention d'apporter à l'Offre l'intégralité de leurs Actions.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Au 30 septembre 2023, la Société détenait 381.637 de ses propres actions.

La Société a fait part de son intention de n'apporter à l'Offre aucune de ses actions auto-détenues.

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

A l'exception (i) du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle décrit en section 5.1, (ii) du TOA décrit en section 5.2 et (iii) des accords de liquidité décrits en section 5.3, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

5.1. Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle – Ajustements

Le prix d'achat par Action au titre du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle s'élève à 155 euros (le « **Prix d'Achat du Bloc de Contrôle** »).

Le cas échéant, le Prix d'Achat du Bloc de Contrôle pourra être revu à la baisse postérieurement à la Date de Transfert du Bloc de Contrôle sans que cela ait un impact sur le Prix de l'Offre, en indemnisation de tout préjudice direct et certain subi par l'Initiateur et/ou une société du Groupe et qui serait la conséquence d'un fait ou événement qui constituerait une violation des déclarations consenties par les Cédants au titre du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle. L'indemnisation de ce préjudice sera versée par les Cédants à l'Initiateur à titre de réduction du prix d'achat des Actions cédées.

Aux termes du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle, il est prévu que les Cédants puissent bénéficier d'un complément de prix en numéraire en plus du Prix d'Achat du Bloc de Contrôle comme suit :

- (i) Si, entre la date de signature du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle (le 22 septembre 2023) et douze mois après la date de signature du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur, l'un de ses affiliés ou un représentant agissant pour leur compte, agissant seul ou de concert, dépose une offre publique à un prix par Action supérieur au Prix d'Achat du Bloc de Contrôle (l'« **Offre Améliorée** »), alors l'Initiateur devra verser aux Cédants, sous dix jours calendaires à compter de l'ouverture d'une telle Offre Améliorée (A) la différence entre le (x) le prix par Action d'une telle Offre Améliorée (le « **Prix de l'Offre Améliorée** ») et (y) le Prix de l'Offre, multipliée par (B) le nombre d'Actions transférées par les Cédants à l'Initiateur à la Date de Transfert du Bloc de Contrôle. L'Initiateur a précisé dans son Projet de Note d'Information qu'il ne déposera pas, durant cette période, une telle Offre Améliorée, cette clause n'est donc pas de nature à rompre l'égalité entre les actionnaires dans le cadre de l'Offre.
- (ii) Si, entre la date de signature du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle (le 22 septembre 2023) et le 30 juin 2024, l'Initiateur, l'un de ses affiliés, l'un de ses représentants agissant pour son compte ou l'un des représentants de ses affiliés agissant pour leur compte acquiert un ou plusieurs blocs d'Actions représentant au moment de cet achat (individuellement ou cumulativement) plus de 1 % du capital social de la Société, à un prix par Action supérieur au Prix d'Achat du Bloc de Contrôle (le « **Prix par Action d'Acquisition du Bloc** ») (une « **Acquisition de Bloc en Surenchère** »), étant précisé que cet engagement n'empêche nullement l'Initiateur d'acquérir des Actions sur le marché auprès de vendeurs non identifiés, alors l'Initiateur devra verser aux Cédants, sous trente jours calendaires à compter de la date d'acquisition du ou des blocs (A) la différence entre (x) le Prix par Action d'Acquisition du Bloc et (y) le Prix d'Achat du Bloc de Contrôle (ou, le cas échéant, le Prix de l'Offre

Améliorée), multipliée par (B) le nombre d'Actions transférées par les Cédants à l'Initiateur à la Date de Transfert du Bloc de Contrôle. Il est précisé que dans l'hypothèse où il existe plusieurs Prix par Action d'Acquisition du Bloc, le plus élevé sera retenu. L'Initiateur a précisé dans le Projet de Note d'Information qu'il ne réalisera pas, durant cette période, une telle Acquisition de Bloc en Surenchère, cette clause n'est donc pas de nature à rompre l'égalité entre les actionnaires dans le cadre de l'Offre.

Les Cédants bénéficient également d'un droit de suite (le « **Droit de Suite** ») applicable si, à compter de la date de signature du Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle (22 septembre 2023) jusqu'à l'expiration d'un délai de dix-huit mois après la Date de Transfer du Bloc de Contrôle, l'Initiateur, l'un de ses affiliés ou un représentant agissant pour leur compte, agissant seul ou de concert, transfère à un tiers une ou plusieurs Actions, à un prix par Action (le « **Prix de Revente** ») supérieur au Prix d'Achat du Bloc de Contrôle.

La somme à payer au titre du Droit de Suite serait égale, pour chaque Action cédée, à 50% de la différence positive entre (i) la moyenne des Prix de Revente et (ii) le Prix d'Achat du Bloc de Contrôle.

L'Initiateur a précisé dans le Projet de Note d'Information qu'il ne procédera pas, durant la période du Droit de Suite, à des cessions d'Actions pouvant déclencher le Droit de Suite, cette clause n'est donc pas de nature à rompre l'égalité entre les actionnaires dans le cadre de l'Offre.

5.2. **Tender Offer Agreement conclu avec la Société**

Le 28 juin 2023, la Société et l'Initiateur ont conclu un *Tender Offer Agreement* (le « **TOA** ») en langue anglaise. 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 :

- un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre au prix de 155 euros par Action dans les meilleurs délais, et de procéder aux dépôts nécessaires auprès des autorités compétentes afin d'obtenir l'approbation au titre du contrôle des concentrations en Allemagne et les autorisations relatives au contrôle des investissements étrangers en France et au Royaume-Uni ;
- un engagement d'exclusivité de la Société, lui interdisant de rechercher une offre concurrente jusqu'au jour du règlement-livraison suivant la clôture de l'Offre ;
- un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires ; et
- plus généralement, des engagements de coopération réciproque habituels dans le cadre de l'Offre.

5.3. **Accords de liquidité**

Les Actions Gratuites bénéficient du mécanisme de liquidité décrit à la section 6.2 ci-après.

6. **ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

6.1. **Structure et répartition du capital de la Société**

Le capital social de la Société s'élevait au 30 septembre 2023, à 18.277.758 euros divisés en 6.092.586 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Le nombre de

droits de vote théoriques s'élevait à 8.063.803 préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle et 6.650.195 après l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

A la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur détenait, le 3 novembre 2023, 3.080.607 Actions représentant, en application de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, 50,56% du capital social et 46,32% des droits de vote théoriques de la Société⁸. Le capital social de la Société s'élevait à 18.277.758 euros divisés en 6.092.586 Actions ordinaires de 3 euros de valeur nominale chacune, et le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis, à la connaissance de la Société et sur la base des chiffres arrêtés au 30 septembre 2023, de la manière suivante .

Actionnaires	Actions		droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Keysight Netherlands B.V.	3.080.607	50,56%	3.080.607	46,32%
SOUS-TOTAL INITIATEUR	3.080.607	50,56%	3.080.607	46,32%
Salariés (FCPE)	26.601	0,44%	53.202	0,80%
Public ⁹	2.603.741	42,74%	3.134.749	47,14%
Auto-détention ¹⁰	381.637	6,26%	381.637	5,74%
TOTAL	6.092.586	100%	6.650.195	100%

6.2. Situation des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital

6.2.1 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Actions Gratuites dont les principales caractéristiques sont les suivantes à la date du Projet de Note en Réponse :

Plan	Date de l'assemblée générale	Date d'attribution	Tranches	Nombre d'Actions attribuées gratuitement restantes	Date de l'acquisition définitive	Fin de la période de conservation
11	2022	28/06/2022	Tranche 1	3.345	28/12/2023	28/06/2024
			Tranche 2 ^a	1.670	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 3 ^b	2.510	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 4 ^b	2.510	28/06/2024	28/06/2024
11 bis	2022	28/06/2022	Tranche 1	16.476	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 2 ^a	8.233	28/12/2024	28/06/2024
11 ter	2022	28/06/2022	Tranche 1 ^a	413	28/06/2024	28/06/2024
11 quater	2022	28/06/2022	Tranche 1	5.075	28/12/2023	28/12/2023
			Tranche 2 ^a	2.545	28/06/2024	28/06/2024
11 quinques	2022	28/06/2022	Tranche 1	1.600	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 2 ^a	800	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 3 ^b	1.200	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 4 ^b	1.200	28/06/2024	28/06/2024
11 sexies	2022	28/06/2022	Tranche 1	7.256	28/12/2023	28/06/2024
			Tranche 2 ^a	3.628	28/06/2024	28/06/2024
11 septies	2022	28/06/2022	Tranche 1	3.484	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 2 ^a	1.749	28/06/2024	28/06/2024
11 octies	2022	28/06/2022	Tranche 1	6.875	28/06/2024	28/06/2024
			Tranche 2 ^a	3.438	28/06/2024	28/06/2024

⁸ Sur la base d'un total de 6.092.586 Actions au 30 septembre 2023 représentant 6.650.195 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF postérieurement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

⁹ Ces actions n'incluent pas les Actions Gratuites Accélérées devenues définitivement attribuables à la Date de Transfert du Bloc de Contrôle.

¹⁰ En ce compris les 2.200 Actions détenues pour le compte de la Société par le CIC dans le cadre d'un contrat de liquidité, lequel a été suspendu au début du mois de juillet 2023, puis résilié le 30 octobre 2023, mais sans tenir compte de la livraison des Actions Gratuites Accélérées à l'issue du Transfert du Bloc de Contrôle.

			Tranche 3 ^a	3.437	28/06/2024	28/06/2024
11 nonies	2022	17/11/2022	Tranche 1	1.250	17/11/2024	17/11/2024
			Tranche 2 ^c	625	17/11/2024	17/11/2024
			Tranche 3 ^c	625	17/11/2024	17/11/2024
11 decies	2022	27/02/2023	Tranche 1	300	27/02/2025	27/02/2025
			Tranche 2 ^d	150	27/02/2025	27/02/2025
			Tranche 3 ^d	150	27/02/2025	27/02/2025
11 undecies	2023	28/06/2023	Tranche 1	927	28/12/2024	28/06/2025
			Tranche 2 ^e	463	28/06/2025	28/06/2025
11 duodecies	2023	28/06/2023	Tranche 1	1.000	28/06/2025	28/06/2025
			Tranche 2 ^e	500	28/06/2025	28/06/2025
			Tranche 3 ^e	500	28/06/2025	28/06/2025

^a A la suite de la décision d'accélération des périodes d'acquisition, et/ou de conservation le cas échéant, les Actions Gratuites de ces tranches sont devenues définitivement attribuables le 28 juin 2024.

^b A la suite de la constatation de l'accélération automatique des périodes d'acquisition, et/ou de conservation le cas échéant, les Actions Gratuites de ces tranches sont devenues définitivement attribuables le 28 juin 2024.

^c A la suite de la décision d'accélération des périodes d'acquisition, et/ou de conservation le cas échéant, les Actions Gratuites de ces tranches sont devenues définitivement attribuables le 17 novembre 2024.

^d A la suite de la décision d'accélération des périodes d'acquisition, et/ou de conservation le cas échéant, les Actions Gratuites de ces tranches sont devenues définitivement attribuables le 27 février 2025.

^e A la suite de la décision d'accélération des périodes d'acquisition, et/ou de conservation le cas échéant, les Actions Gratuites de ces tranches sont devenues définitivement attribuables le 28 juin 2025.

A la date du Projet de Note en Réponse, aucune Action Gratuite n'est susceptible d'être définitivement acquise et libre de toute obligation de conservation avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte.

Sous réserve des cas exceptionnels d'acquisition anticipée et de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les Actions Gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Liquidité des actions gratuites

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites de souscrire à un mécanisme de liquidité prévoyant une option d'achat au bénéfice de l'Initiateur (correspondant à une promesse de vente donnée par les bénéficiaires d'Actions Gratuites) exerçable pendant une période de trois (3) mois à compter de la date à laquelle les périodes d'acquisition et le cas échéant de conservation applicables aux Actions Gratuites auront expiré. A défaut d'exercice de l'option d'achat pendant la période d'exercice, les bénéficiaires d'Actions Gratuites bénéficieront d'une option de vente (correspondant à une promesse d'achat donnée par l'Initiateur) exerçable pendant une période de trois (3) mois à l'issue de la période d'exercice de l'option d'achat.

Le prix d'exercice par Action des promesses sera calculé comme suit :

- si la période d'exercice de l'option d'achat débute avant le 31 décembre 2024, alors le prix d'exercice par Action sous promesse sera égal au Prix de l'Offre par Action ;
- si la période d'exercice de l'option d'achat débute après le 31 décembre 2024 :
 - si les Actions de la Société ne sont plus admises aux négociations sur Euronext, le prix d'exercice par Action sous promesse sera égal au Prix de l'Offre; et
 - si les Actions de la Société sont toujours admises aux négociations sur Euronext, le prix d'exercice par Action sous promesse sera égal au cours de clôture moyen pondéré par les volumes négociés quotidiennement par Action durant les trois mois précédant le premier jour de la période d'exercice de l'option d'achat.

Les accords de liquidité ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix.

6.2.2 Situation des titulaires de stock-options

La Société a mis en place plusieurs plans de stock-options dont les principales caractéristiques sont les suivantes au 30 septembre 2023:

Plan	Date de l'assemblée générale	Date du Conseil d'administration / Date d'attribution	Tranches	Nombre d'Options attribuées restantes	Date de départ d'exercice	Date d'expiration
17 bis	2014	11/03/2016	Tranche 5	2.000	01/03/2021	10/03/2026
17 ter	2014	05/05/2017	Tranche 3	3.420	05/05/2021	04/05/2025
19	2017	18/07/2018	Tranche 1	2.210	18/07/2021	18/07/2026
19 bis	2017	01/02/2019	Tranche 1	5.000	01/02/2022	01/02/2027
19 ter	2017	18/12/2019	Tranche 1	6.705	18/12/2022	18/12/2027
21	2021	10/09/2021	Tranche 1*	9.600	03/11/2023	10/09/2029
			Tranche 2A Tranche 2B Tranche 2C*	14.400	Premier tiers : 11/09/2022 Second tiers : 11/09/2023 Troisième tiers : 03/11/2023	
21 bis	2022	28/06/2022	Tranche 1*	14.400	03/11/2023	28/06/2030
			Tranche 2A Tranche 2B* Tranche 2C*	21.600	Premier tiers : 28/12/2022 Second tiers : 03/11/2023 Troisième tiers : 03/11/2023	
21 ter	2022	28/06/2022	Tranche 1*	3.049	03/11/2023	28/06/2030
			Tranche 2*	1.525	03/11/2023	
			Tranche 3*	2.288	03/11/2023	
			Tranche 4*	2.288	03/11/2023	

* A la suite de la constatation de l'accélération automatique des périodes d'acquisition, les Options de ces tranches sont devenues définitivement exerçables à la Date de Transfert du Bloc de Contrôle.

Les bénéficiaires de droits à souscrire ou à acquérir des Actions par l'exercice des Options pourront apporter lesdites Actions à l'Offre ou à l'Offre Réouverte pour autant que les Options soient exercées avant la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

Tous les Options émises par la Société seront exerçables avant la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

Par conséquent, le nombre maximum d'Actions ainsi susceptibles d'être apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte est de 88.485 Actions, dont 60.000 seront des Actions existantes remises aux bénéficiaires, et 28.485 seront des Actions nouvelles à émettre.

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

A la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions.

6.4. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

A la date du Projet de Note en Réponse, aucune convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

6.5. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-avant.

Au cours des douze mois précédant le Projet de Note en Réponse, la Société a eu connaissance des déclarations suivantes :

- Par courrier daté du 30 juin 2023, FIL Investments International, déclare pour le compte des fonds qu'elle gère, que ces derniers ont ensemble franchi à la baisse le seuil légal de 1,5% du capital social de la Société ;
- Par courrier daté du 21 juillet 2023, la Caisse des dépôts et consignations, déclare que cette dernière a franchi, indirectement par l'intermédiaire de CDC Croissance, à la baisse le seuil statutaire des 2,5% des droits de vote de la Société, faisant franchir également CDC Croissance directement et individuellement à la baisse le seuil statutaire de 2,50% des droits de vote de la Société ;
- Par courrier daté du 20 octobre 2023, Samson Rick Capital LLP déclare avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 2,50% des droits de vote de la Société ;
- Par courrier daté du 6 novembre 2023, Briarwood Capital Partners LP, déclare que ce dernier a franchi à la baisse (i) les seuils légaux de 10% et 5% du capital social et 5% des droits de vote de la Société, et (ii) tous les seuils statutaires compris entre 10% et 2,5% du capital social et 7,5% et 2,5% des droits de vote de la Société ;
- Par courrier daté du 3 novembre 2023, Cristel Lorient de Rouvray, déclare que cette dernière a franchi à la baisse (i) le seuil légal de 5% des droits de vote de la Société, et (ii) le seuil statutaire de 2,5% du capital social et les seuils statutaires de 5% et 2,5% des droits de vote de la Société ;
- Par courrier daté du 3 novembre 2023, Amy Sheldon Lorient de Rouvray, déclare que cette dernière a franchi à la baisse (i) le seuil légal de 5% du capital social et les seuils légaux de 10% et 5% des droits de vote de la Société, et (ii) les seuils statutaires de 5% et 2,5% du capital social et tous les seuils statutaires compris entre 10% et 2,5% des droits de vote de la Société ;
- Par courrier daté du 3 novembre 2023, Amy Louise Lorient de Rouvray, déclare que cette dernière a franchi à la baisse (i) le seuil légal de 5% des droits de vote de la Société, et

(ii) le seuil statutaire de 2,5% du capital social et les seuils statutaires de 5% et 2,5% des droits de vote de la Société ;

- Par courrier daté du 3 novembre 2023, John Alexandre Lorient de Rouvray, déclare que ce dernier a franchi à la baisse (i) le seuil légal de 5% des droits de vote de la Société, et (ii) le seuil statutaire de 2,5% du capital social et les seuils statutaires de 5% et 2,5% des droits ; et
- Par courrier daté du 6 novembre 2023, l'Initiateur, déclare que ce dernier a franchi à la hausse (i) tous les seuils légaux entre 5% et 1/3 du capital social et des droits de vote de la Société, ainsi que le seuil légal de 50% du capital de la Société, et (ii) tous les seuils statutaires compris entre 2,5% et 45% du capital social et des droits de vote de la Société, ainsi que les seuils statutaires de 47.5% et 50% du capital de la Société.

6.6. Liste des détenteurs de titres ESI Group comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 9 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié à la date de l'assemblée générale extraordinaire du 14 juin 2000, ou postérieurement à cette dernière, d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même titulaire.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe ci-dessus.

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

Conformément au règlement intérieur du fonds commun de placement d'entreprise, dénommé FCPE « ESI Actionnariat », les droits de vote attachés aux actions détenues par les salariés ou les anciens salariés du Groupe sont exercés par un représentant mandaté par le conseil de surveillance dudit fonds à l'effet de les représenter à l'assemblée générale.

Conformément aux missions qui lui sont attribuées en application de l'article L. 214-164 du code monétaire et financier, le conseil de surveillance dudit fonds a décidé le 5 octobre 2023 de l'apport des titres que le fonds détient à l'Offre durant la période d'Offre.

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

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

6.9. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de ESI Group

6.9.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration sont décrites à l'article 10 des statuts de la Société.

Aux termes des stipulations de l'article 10 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration de trois membres au moins et au plus du nombre maximum de membres autorisé par la loi, personnes physiques ou morales.

Conformément à l'article 10 des statuts de la Société, les membres du Conseil d'administration sont nommés pour une durée de quatre ans.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués dans les conditions légales et réglementaires en vigueur.

Chaque membre du Conseil d'administration doit être propriétaire d'au moins une action de la Société.

Les fonctions d'un membre du Conseil d'administration prennent fin à l'issue de l'assemblée générale qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Aux termes de l'article 10 des statuts de la Société, le Conseil d'administration nomme parmi ses membres personnes physiques un président pour exercer les missions qui lui sont confiées par la loi pour une durée ne pouvant excéder celle de son mandat d'administrateur. La limite d'âge pour exercer les fonctions de président est fixée à 75 ans. Le Conseil d'administration désigne, s'il le juge utile, parmi ses membres, un vice-président.

6.9.2 Modification des statuts de ESI Group

Conformément à l'article 19 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts.

6.10. **Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions**

Aux termes de l'article 13 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. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite 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.

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, le Conseil d'administration procède à tout moment aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le Président ou le Directeur général de la société est tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le Conseil d'administration peut donner à tous mandataires de son choix des délégations de pouvoirs dans la limite de la législation et des statuts de la Société

Le Conseil d'administration peut décider de la création de comité d'études chargé d'étudier les questions que le Conseil d'administration ou le président du Conseil d'administration lui soumet.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Numéro de résolution	Objet	Durée	Date d'expiration	Plafond maximum	Utilisation en 2022 et solde disponible au 3 novembre 2023
Assemblée générale mixte du 28 juin 2022					
18 ^{ème} résolution	Rachat par la Société de ses propres actions	18 mois	Décembre 2023	Dans la limite de 10 % du capital social de la Société	60.000 actions achetées (30 000 sur 2022 et 20 000 sur 2023)
19 ^{ème} résolution	Attribution d'actions gratuites au profit des salariés et mandataires sociaux éligibles de la Société et des sociétés qui lui sont liées	38 mois	Août 2025	Dans la limite de 120.000 actions, représentant 2% du capital social au jour de l'Assemblée générale mixte	Actions gratuites Attribuées au 3 nov 2023 : 85 811 Actions restant à attribuer : 34.189
Assemblée générale mixte du 29 juin 2023					
13 ^{ème} résolution	Attribution d'actions gratuites au profit des salariés et mandataires sociaux éligibles de la Société et des sociétés qui lui sont liées	38 mois	Août 2026	Dans la limite de 60.000 actions, représentant 2% du capital social au jour de l'Assemblée générale mixte	Néant

6.11. **Accords conclus par ESI Group étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de ESI Group**

6.11.1 **Financements**

Les contrats de financement susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle d'ESI Group sont les suivants¹¹ :

- Contrat de crédit syndiqué conclu entre ESI Group et la Banque Palatine, BNP Paribas, Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile de France, Crédit du Nord, Crédit Industriel et Commercial, HSBC France et Société Générale en date du 20 décembre 2018 ;
- Convention de prêt garanti par l'État conclue entre ESI Group et Bpifrance Financement, en date du 13 mai 2019 ;
- Convention de prêt garanti par l'État conclue entre ESI group et Bpifrance Financement, en date du 24 août 2020 ; et
- Convention de prêt garanti par l'État conclue entre ESI Group et la Banque Palatine (en tant qu'agent) et la Banque Palatine, BNP Paribas, Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile de France, Crédit du Nord, Crédit Industriel et Commercial, HSBC France, Société Générale (en tant que prêteurs), en date du 9 octobre 2020.

La Société a obtenu les renonciations de ses créanciers aux clauses de remboursement anticipé dans le cadre du changement de contrôle résultant de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

6.12. **Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange**

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord particulier prévoyant des indemnités pour le directeur général, le directeur général délégué ou les salariés de la Société en cas de démission ou si leurs fonctions prenaient fin en raison d'une offre publique.

¹¹ Ces contrats et conventions sont décrits à la section 6 du Document d'Enregistrement Universel 2022 de la Société déposé auprès de l'AMF le 17 mars 2023 sous le numéro D.23-0114.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I du RG AMF, le Conseil d'administration de la Société, lors de sa séance du 8 juin 2023, a désigné le cabinet Finexsi représenté par M. Peronnet avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 6 novembre 2023, est intégralement reproduit en Annexe 1.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du RG AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

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

Mme Olfa Zorgati

Directrice générale de la Société



Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant désigné par le Conseil d'administration



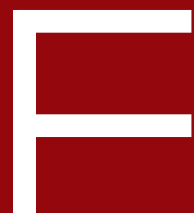
FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat (OPA) initiée par la société
KEYSIGHT TECHNOLOGIES visant les actions d'ESI GROUP

6 novembre 2023



SOMMAIRE

1. Présentation de l'Opération	4
2. Contexte de notre mission.....	5
2.1 Mission du cabinet FINEXSI.....	5
2.2 Déclaration d'indépendance	5
2.3 Diligences effectuées.....	6
3. Présentation d'ESI GROUP	8
3.1 Présentation de la structure actionnariale.....	8
3.2 Instruments dilutifs.....	8
3.3 Organigramme d'ESI	10
3.4 Rappel de l'historique	11
3.5 Présentation des activités d'ESI	12
3.6 Présence géographique.....	14
3.7 Stratégie	14
4. Environnement économique d'ESI GROUP	15
4.1 Présentation du marché des logiciels de simulation et d'analyses	15
4.1.1 Présentation du marché de la gestion du cycle de vie des produits	15
4.1.2 Segmentation du marché.....	16
4.2 Tendances et perspectives de marché	19
4.2.1 Tendances	19
4.2.2 Evolutions du marché	20
5. Analyse financière d'ESI GROUP	21
5.1 Présentation des résultats historiques de la Société	21
5.1.1 Compte de résultat consolidé 2018-2023.....	21
5.1.2 Présentation du bilan historique de la Société	27
5.1.3 Activité du premier semestre 2023	30
5.2 Matrice SWOT	33
6. Évaluation des actions ESI GROUP	34
6.1 Méthodes d'évaluation écartées	34
6.1.1 Actif net comptable consolidé.....	34
6.1.2 Actif net comptable réévalué	34
6.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	34
6.1.4 Valeur liquidative.....	35
6.2 Critères d'évaluation retenus	35

6.3	Données de référence de la société ESI GROUP.....	35
6.3.1	Nombre de titres retenu	35
6.3.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	36
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de la société ESI	37
6.4.1	L'acquisition de bloc majoritaire de 50,6% (à titre principal).....	37
6.4.2	La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal).....	38
6.4.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	42
6.4.4	Comparables boursiers (à titre secondaire).....	45
6.4.5	Objectif de cours des analystes (à titre secondaire)	49
6.4.6	Transactions comparables (à titre indicatif).....	50
6.5	Synthèse de nos travaux d'évaluation	52
7.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs.....	53
7.1	Choix des critères d'évaluation	53
7.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation.....	54
7.2.1	Données de références.....	54
7.2.2	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	55
7.2.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	55
7.2.4	Analyse du cours de bourse	56
7.2.5	Objectif de cours des analystes.....	56
7.2.6	Méthode des comparables boursiers	56
7.2.7	Méthode des transactions comparables.....	57
8.	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	58
8.1	Le contrat d'acquisition	58
8.2	Le <i>Tender Offer Agreement</i>	59
8.3	Accords de liquidité.....	59
9.	Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre	61
9.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation d'ESI GROUP	61
9.2	Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	61
10.	Annexe.....	63

1. Présentation de l'Opération

ESI GROUP (ou « ESI » ou « le Groupe » ou « la Société ») est spécialisée dans le prototypage virtuel concernant la physique des matériaux. Le Groupe opère dans le secteur des logiciels et services informatiques. Il édite, distribue des logiciels industriels de tests virtuels et propose des prestations de conseil directement liées au prototypage virtuel.

ESI est cotée sur Euronext Paris depuis le 6 juillet 2000.

A l'issue d'un processus concurrentiel de cession, KEYSIGHT TECHNOLOGIES (ou « KEYSIGHT », ou « l'Initiateur ») a fait l'acquisition, hors marché auprès de certains actionnaires d'ESI¹, d'un bloc d'actions représentant 50,56% du capital et 55,73% des droits de vote de la Société² (ci-après « le Bloc de Contrôle »), au prix de 155,0€ par action³. Le *closing* de l'acquisition du Bloc de Contrôle est intervenu le 3 novembre 2023.

En suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur s'est engagé à déposer, à titre obligatoire, une Offre Publique d'Achat (ou « l'Offre » ou « l'OPA » ou « l'Opération ») au prix de 155,0€ par action ESI. Cette Offre porte sur :

- La totalité des actions d'ores et déjà émises, à l'exception des 3.080.607 actions détenues par l'Initiateur, et des 381.637 actions auto-détenues par la Société au 30 septembre 2023 ;
- Les actions qui seraient susceptibles d'être émises ou remises entre le 30 septembre 2023 et la clôture de l'Offre à raison de l'exercice des options de souscription ou d'acquisition d'actions octroyées par la Société, soit, selon le projet de note d'information, un nombre maximum de 88.485 actions ; et
- Les actions qui seraient susceptibles d'être remises entre le 30 septembre 2023 et la clôture de l'Offre aux bénéficiaires de plans d'actions gratuites précédemment en vigueur dans la Société et dont l'acquisition définitive a été accélérée pour être réalisée à la date de transfert du Bloc de Contrôle, soit, selon le projet de note d'information, un nombre maximum de 34.534 actions.

Le nombre maximum d'actions visées par l'Offre s'élève ainsi à 2.753.361.

L'OPA sera suivie par la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire »), visant les actions non apportées à l'Offre, dans le cas où les conditions seraient réunies à l'issue de l'Offre.

¹ Mme Amy Sheldon LORIOT de ROUVRAY, Mme Cristel LORIOT de ROUVRAY, M. John Alexandre LORIOT de ROUVRAY, Mme Amy Louise LORIOT de ROUVRAY, M. Alex Peng DUBOIS-SUN, ainsi que les sociétés LONG PATH PARTNERS et BRIARWOOD.

² Sur la base d'un total de 6.092.586 actions au 30 septembre 2023 représentant 8.063.803 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF préalablement au transfert du Bloc de Contrôle.

³ L'opération ayant été annoncée au marché le 29 juin 2023 avant bourse.

2. Contexte de notre mission

2.1 Mission du cabinet FINEXSI

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire, le Conseil d'administration d'ESI du 8 juin 2023, sur recommandation du Comité *ad hoc*, a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») en qualité d'Expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF (ci-après « l'AMF ») en raison (i) du fait que la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I 1°), (ii) de l'existence d'accords entre les dirigeants de la Société et l'Initiateur de l'Offre (article 261-1 I 2°), (iii) de l'existence d'accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix d'Offre (article 261-1 I 4°), et (iv) de l'intention de l'Initiateur de demander, si les conditions sont réunies, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre (article 261-1 II).

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 la Société ou ses conseils. 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.

Nous précisons que le présent rapport établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre devait être ouverte aux actionnaires d'autres pays.

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

2.3 Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en Annexe) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique d'ESI ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour ESI susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères d'ESI, comprenant notamment :
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital d'ESI, et en particulier des modalités de l'acquisition hors marché, par KEYSIGHT TECHNOLOGIES, d'un bloc de 3.080.607 actions ESI, le 3 novembre 2023 ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - 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'identification des comparables boursiers et transactionnels, ainsi que l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre ESI ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- 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 les établissements présentateurs de l'Offre, JP MORGAN et BNP PARIBAS (ci-après « les Etablissements présentateurs ») ;
- 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* chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil d'administration d'ESI, 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 des 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 lui ont été 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 d'ESI afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux futurs de trésorerie.

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

Nous avons pris connaissance des travaux des Etablissements Présentateurs, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information en date du 6 novembre 2023. Nous avons, dans ce cadre, tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des Etablissements Présentateurs.

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.

3. Présentation d'ESI GROUP

ESI est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 18.277.758€ divisé en 6.092.586 actions d'une valeur nominale unitaire de 3€, toutes souscrites et intégralement libérées, dont le siège social est situé au 3 bis rue Saarinen, à Rungis (95528).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Créteil sous le numéro 381 080 225.

L'exercice social de la Société couvre la période du 1^{er} janvier au 31 décembre.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment B) sous l'ISIN FR0004110310.

3.1 Présentation de la structure actionnariale

Au 30 septembre 2023, avant le *closing* de l'acquisition du Bloc de Contrôle, la structure du capital et des droits de vote théoriques d'ESI se présentait comme suit :

Tableau 1 - Actionnariat au 30 septembre 2023

Actionnariat	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Mme Amy Sheldon LORIOT de ROUVRAY	414 586	6,80 %	829 172	10,28 %
Mme Cristel LORIOT de ROUVRAY	253 054	4,15 %	506 108	6,28 %
M. John LORIOT de ROUVRAY	214 280	3,52 %	428 560	5,31 %
Mme Amy Louise LORIOT de ROUVRAY	224 270	3,68 %	448 540	5,56 %
M. Alex Peng DUBOIS-SUN	307 419	5,05 %	614 838	7,62 %
Long Path Partners	997 395	16,37 %	997 395	12,37 %
Briarwood Capital Partners	669 604	10,99 %	669 604	8,30 %
Sous-total	3 080 608	50,56 %	4 494 217	55,73 %
Actionnariat salarié	26 601	0,44 %	53 202	0,66 %
Public	2 603 740	42,74 %	3 134 747	38,87 %
Auto-détention	381 637	6,26 %	381 637	4,73 %
Total	6 092 586	100 %	8 063 803	100 %

Source : Projet de Note d'Information

Le nombre de droits de vote théoriques total est de 8.063.803.

Il est précisé que les statuts d'ESI prévoient qu'un droit de vote double est attribué aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis au moins quatre ans au nom du même actionnaire.

3.2 Instruments dilutifs

Il convient de noter qu'ESI a mis en place des plans d'options de souscription d'actions et des plans d'actions gratuites. Les plans en vigueur au 3 novembre 2023 sont résumés comme suit dans le projet de note d'information :

Tableau 2 - Stock-options au 3 novembre 2023

Plans de Stock-options	Nombre de Stocks-options	Prix d'exercice (en €)
17 bis	2 000	64,73
17 ter	3 420	60,47
19	2 210	27,04
19 bis	5 000	64,73
19 ter	6 705	23,35
21	24 000	50,92
21 bis	36 000	42,97
21 ter	9 150	29,12
Total Stock Options / Plan	88 485	

Source : Projet de note d'information

Tableau 3 - Actions gratuites au 3 novembre 2023

Plans d'Actions gratuites	Actions gratuites en circulation
11	10 035
11 bis	24 709
11 ter	413
11 quater	7 620
11 quinquies	4 800
11 sexies	10 884
11 septies	5 233
11 octies	13 750
11 nonies	2 500
11 decies	600
11 undecies	1 390
11 duodecies	2 000
Total Actions gratuites	83 934

Source : Projet de note d'information

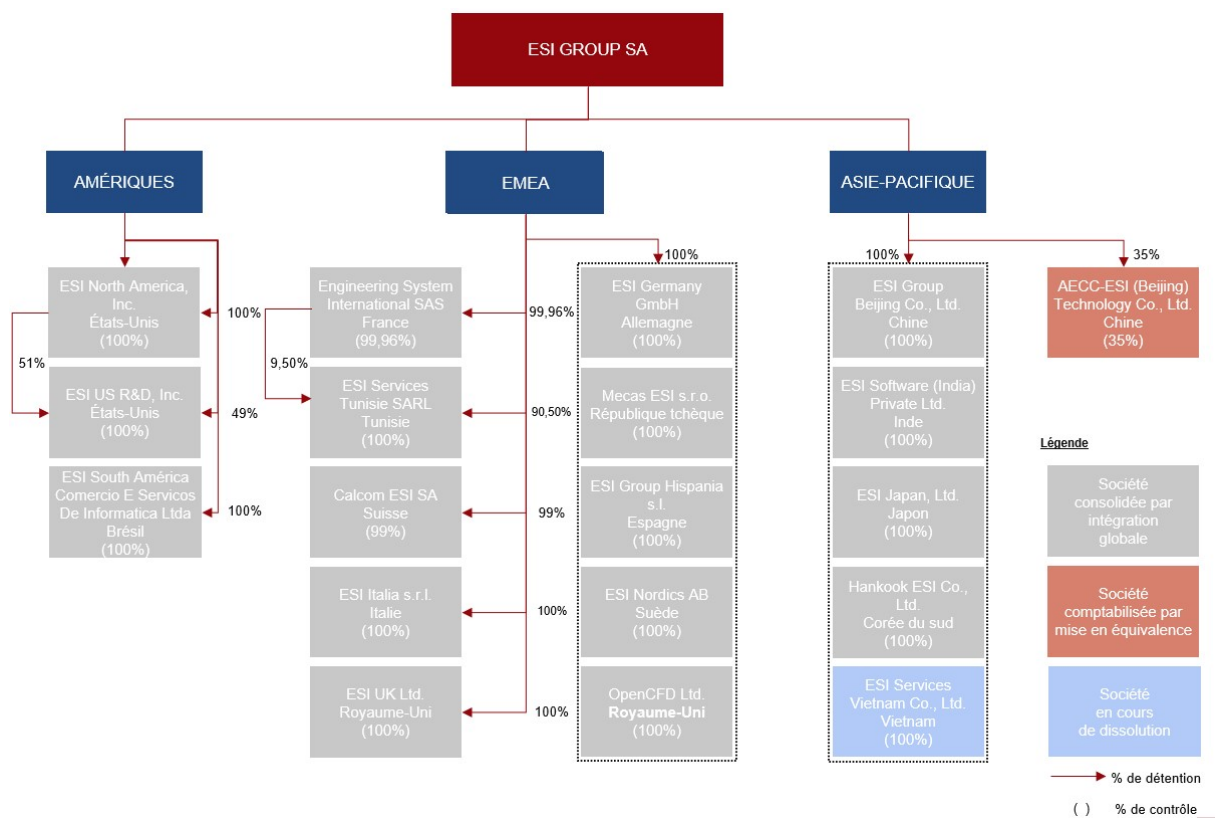
Il est précisé que le Conseil d'administration d'ESI réuni le 12 septembre 2023 et le 28 septembre 2023, a décidé l'accélération automatique des périodes d'acquisition et/ou de conservation de l'ensemble des plans d'options de souscription d'actions et de certains plans d'actions gratuites à compter de la date de cession du Bloc de Contrôle.

Les bénéficiaires de plans d'actions gratuites ne pouvant pas être apportées à l'Offre compte tenu de leur indisponibilité se verront proposer des accords de liquidités par l'Initiateur (cf. §8.3).

3.3 Organigramme d'ESI

Nous présentons l'organigramme juridique d'ESI au 30 juin 2023 :

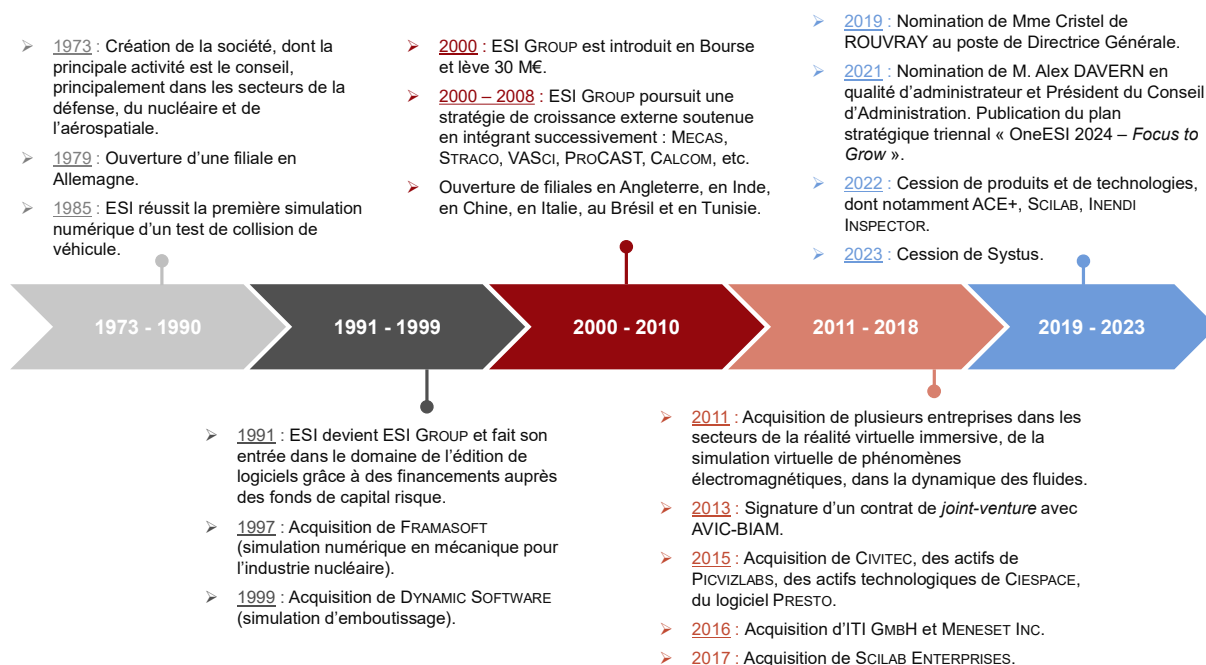
Figure 1 - Organigramme simplifié du Groupe ESI au 30 juin 2023



Source : Société

3.4 Rappel de l'historique

Figure 2 - Historique du groupe ESI



Source : Document d'Enregistrement Universel 2022

ESI (ENGINEERING SYSTEM INTERNATIONAL) est fondée en 1973 par Messieurs Alain de ROUVRAY, Jacques DUBOIS, Iraj FARHOOMAND et Eberhard HAUG. La Société opère principalement dans le conseil pour les industries de la défense, du nucléaire et de l'aérospatiale en Europe. Son implantation s'étend à d'autres pays dès 1979, avec la création d'une filiale en Allemagne.

Le développement du logiciel phare « PAM-CRASH » intervient après la réussite en 1985 de la première simulation numérique d'un test de collision de véhicules pour un consortium allemand dirigé par VOLKSWAGEN.

Les années 90 sont marquées par une volonté de diversification dans le domaine de l'édition de logiciels. Ce développement est matérialisé par l'ouverture de filiales aux États-Unis, au Japon et en Corée du Sud et par l'acquisition de FRAMASOFT (simulation numérique en mécanique pour l'industrie nucléaire) en 1997, puis de DYNAMIC SOFTWARE (simulation d'emboutissage) en 1999.

L'introduction en bourse en juillet 2000 permet de lever 30 M€ sur le marché. Entre 2000 et 2008, le Groupe poursuit une stratégie de croissance externe soutenue, en intégrant successivement plusieurs sociétés. En parallèle, ESI a étendu sa présence internationale en ouvrant des filiales en Angleterre, en Inde, en Chine, en Italie, au Brésil et en Tunisie.

Entre 2011 et 2017, ESI a procédé à plusieurs nouvelles acquisitions, lui permettant d'enrichir son portefeuille de solutions afin de proposer une offre globale adaptée aux besoins des industriels.

Le début d'année 2019 est marqué par une évolution de la gouvernance, avec la nomination de Mme Cristel de ROUVRAY au poste de Directrice générale du Groupe. M. Alain de ROUVRAY reste Président du Conseil d'administration.

En 2021, dans le cadre de l'évolution de sa gouvernance, ESI nomme M. Alex DAVERN en qualité d'administrateur et Président du Conseil d'administration, M. Alain de ROUVRAY démissionne de ses fonctions en décembre 2021. Concernant le volet stratégique, ESI dévoile pour la première fois publiquement un plan stratégique triennal « *OneEsi 2024 – Focus to Grow* » comprenant des objectifs de revenus et de profitabilité opérationnelle à moyen terme (cf. ci-après §3.7).

3.5 Présentation des activités d'ESI⁴

ESI est spécialisé dans le prototypage virtuel concernant la physique des matériaux. Le Groupe opère dans le secteur des logiciels et services informatiques. Il édite, distribue des logiciels industriels de tests virtuels et propose des prestations de conseil directement liées au prototypage virtuel.

Le Groupe génère ses revenus au travers de ses deux principales activités que ce sont la vente de licences et les services, pour lesquels il s'est spécialisé sur certains segments de marché.

Figure 3 - Répartition du chiffre d'affaires Groupe 2022 par activité (en %)



Source : Document d'Enregistrement Universel 2022

L'octroi de licences est l'activité principale du Groupe et a représenté 85% du chiffre d'affaires en 2022. Les logiciels sont majoritairement vendus selon une contractualisation annuelle renouvelable garantissant ainsi une récurrence des revenus. L'ARR (Revenu Récurrent Annuel) du Groupe s'est élevé à 100,6 M€ en 2022 à périmètre constant, soit 75% du chiffre d'affaires consolidé.

Les différents types de contrats de licences sont les suivants :

- Licences annuelles : contrat de licence d'utilisation renouvelable annuellement qui intègre les prestations de maintenance – ce type de contrat est prépondérant ;

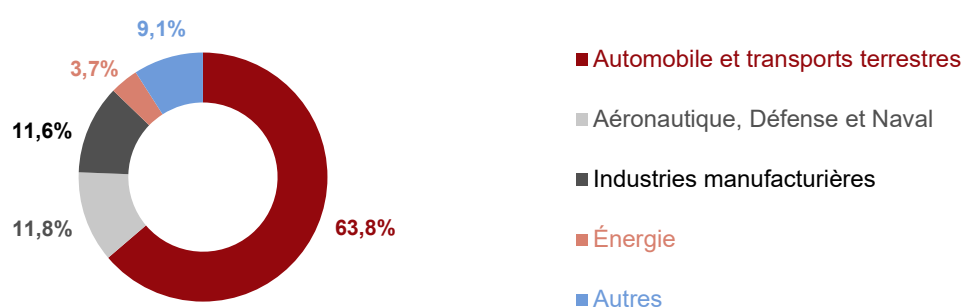
⁴ Les informations qui suivent sont issues du Document d'enregistrement Universel 2022.

- Contrat de maintenance : la maintenance correspond aux mises à jour et au support technique ;
- *Paid-Up* Licences⁵ : contrat de licence sur le long terme qui intègre des prestations de maintenance pour une période d'un an renouvelable.

Les produits sont distribués dans le monde entier, principalement *via* la vente directe, qui représente 92,3% des ventes de licences, mais aussi *via* un réseau de distributeurs ou d'agents.

Les produits s'adressent exclusivement à une clientèle B to B composée d'industriels présents dans les secteurs d'activités cibles pour lesquels le Groupe a développé une expertise. ESI accompagne les acteurs de l'industrie automobile et du transport terrestre pour les aider à inventer le futur de la mobilité, tenir leurs délais de production toujours plus courts, ou encore garantir la sécurité et l'efficacité des interventions des opérateurs. L'industrie aérospatiale est le deuxième secteur auquel s'adresse ESI, permettant à ses clients de développer des capacités numériques en investissant dans les technologies 4.0. L'industrie manufacturière et l'énergie constituent les autres secteurs majeurs d'intervention du Groupe.

Figure 4 - Répartition du chiffre d'affaires de l'activité licences par secteur (en %)



Source : Document d'Enregistrement Universel 2022

L'approche du Groupe repose sur le développement de relations étroites et durables qui répondent aux besoins spécifiques des clients cherchant à intégrer avec succès le prototypage virtuel dans diverses industries.

À chaque étape de la production, les solutions d'ESI permettent à ses clients d'accélérer la mise sur le marché, de réduire les risques et d'améliorer la qualité de leurs produits, tout en minimisant leur empreinte environnementale.

La seconde source de revenus est l'activité de conseil directement liée au prototypage virtuel. Cette activité a représenté 15% du chiffre d'affaires d'ESI en 2022.

⁵ Licences dites perpétuelles.

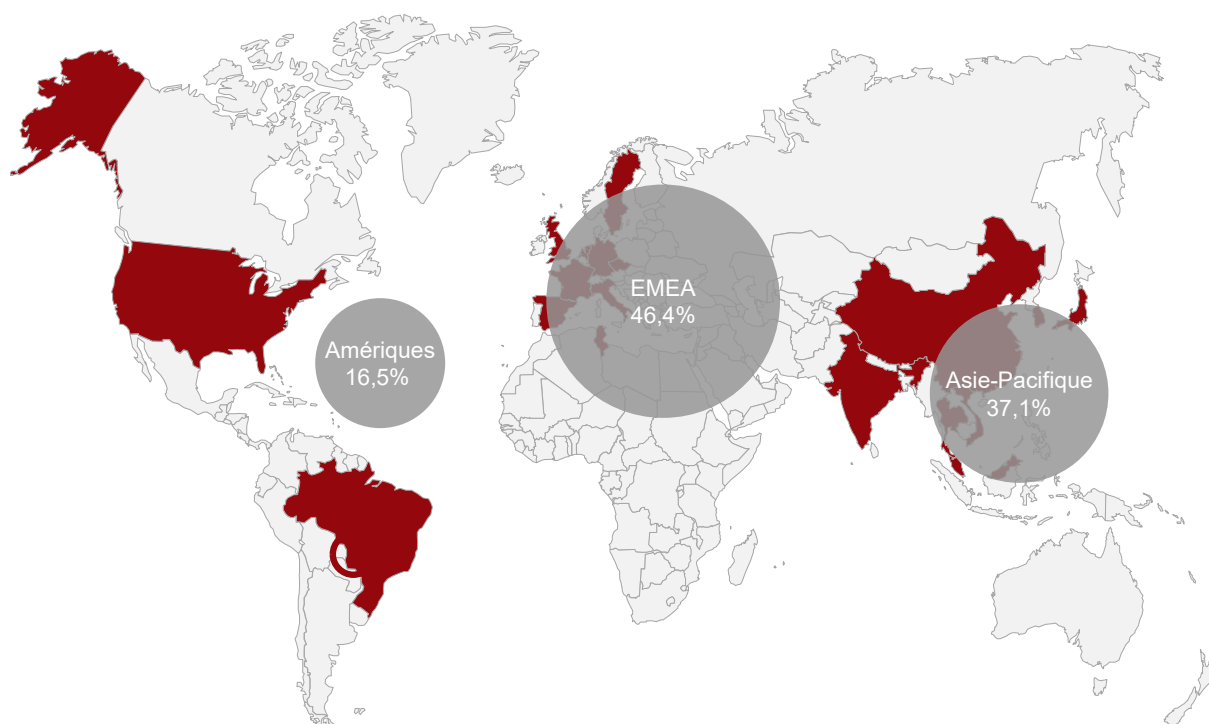
3.6 Présence géographique

Les activités d'ESI sont organisées autour de trois zones géographiques que sont :

- L'Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA) ;
- L'Asie-Pacifique ;
- L'Amérique.

Avec près de 1 000 collaborateurs répartis dans 20 pays, le Groupe a réalisé 46,4% de son chiffre d'affaires en zone EMEA en 2022, 37,1% en Asie et 16,5 % en Amérique.

Figure 5 - Présence géographique du Groupe au 31 décembre 2022 (% CA 2022)



Source : Document d'Enregistrement Universel 2022

3.7 Stratégie

En octobre 2021, ESI a annoncé son plan stratégique triennal « *OneEsi 2024 – Focus to Grow* », avec pour ambition d'améliorer ses performances en termes de revenus et de profitabilité.

Au travers de ce plan stratégique, le Groupe a identifié les activités constituant son cœur de métier sur lesquelles il souhaite se focaliser et innover en redéployant ses investissements. Ce plan implique également de mettre fin à certains projets et de céder des produits pour lesquels le Groupe n'est pas en mesure de se positionner.

ESI a repensé son offre qui s'articule autour de trois lignes de métiers :

- *Performance produit : cette ligne d'activité permet de gagner en performance et en productivité. Grâce aux modèles prédictifs et à l'automatisation des processus, les industriels peuvent répondre aux exigences de certification et autres besoins de validation sans recourir à des tests physiques ;*
- *Fabrication intelligente : cette ligne de métier met en place les processus de fabrication adéquats pour répondre aux indicateurs de performance tant pour les produits industriels (par exemple, la réduction du poids) que pour les processus associés (par exemple, la maîtrise des déformations ou la réduction des déchets) ;*
- *Flux de travail humain : cette ligne d'activité permet aux clients de mettre en œuvre une approche centrée sur l'opérateur pour garantir l'efficacité et la sécurité des opérations d'assemblage et de maintenance.*

Avec ce plan, le Groupe ambitionne une croissance proche des deux chiffres et un résultat opérationnel ajusté⁶ supérieur à 20% du chiffre d'affaires pour l'exercice 2024.

4. Environnement économique d'ESI GROUP

4.1 Présentation du marché des logiciels de simulation et d'analyses

Pour les développements qui suivent, nous nous sommes notamment appuyés sur une étude de CIMDATA datant de juin 2022 et portant sur le marché des logiciels de simulation et d'analyse, ainsi que sur les informations publiées par la Société.

4.1.1 Présentation du marché de la gestion du cycle de vie des produits

ESI se positionne sur le marché de la gestion du cycle de vie des produits ou « PLM » (« *Product Lifecycle Management* ») qui a représenté au niveau mondial 66,6 Mds\$ de revenus en 2022⁷, soit une hausse de 10% par rapport à 2021. Le marché devrait connaître une croissance annuelle de 10,1% jusqu'en 2026.

Le « PLM » est une approche stratégique de gestion d'entreprise qui vise à faciliter la collaboration et la gestion des informations tout au long du cycle de vie d'un produit, de la conception à la gestion de la fin de vie. Celui-ci répond aux besoins de la numérisation dans les secteurs de l'industrie tels que l'automobile, l'aérospatial, l'électronique et l'industrie lourde.

Les acteurs du marché « PLM » proposent trois catégories de solutions :

- Les outils spécifiques de l'Ingénierie Assistée par Ordinateur (« IAO ») et la gestion technique des données, regroupant les principaux segments sous-jacents de la Conception Assistée par Ordinateur (« CAO »), de l'Architecture, Ingénierie et Construction (« AIC »)

⁶ Les ajustements réalisés sont les suivants : charges de restructuration, charges de rémunération basée sur des actions, dépréciation des actifs incorporels, amortissement des actifs incorporels liés à des acquisitions, IFRS 16, autres éléments non récurrents.

⁷ <https://www.cimdata.com/en/news/item/22449-cimdata-publishes-plm-industry-analysis-report>

et les logiciels de simulation et d'analyse (« S&A »). C'est sur ce dernier segment qu'opère ESI ;

- La gestion collaborative de la définition du produit (« cPDm » ou « *collaborative Product Definition management* »), qui se concentre sur la gestion des données et des informations liées aux produits ;
- La fabrication numérique, proposant des solutions pour optimiser et améliorer le processus de fabrication d'un produit.

L'ensemble de ces segments proposent en parallèle des services d'intermédiaire entre les fournisseurs, les clients finaux et l'intégration de systèmes.

4.1.2 Segmentation du marché

Les solutions proposées par ESI se situent sur le segment des logiciels de simulation et d'analyse (« S&A ») qui a généré 9,2 Mds\$ de revenus en 2022, soit 13,9% du marché « PLM ». Le marché devrait connaître une croissance annuelle similaire à la dynamique du marché « PLM » dans son ensemble, de 10,2% jusqu'en 2026.

Les logiciels de simulation et d'analyse ont pour objectif d'aider les industriels dans le développement, la fabrication et l'optimisation de la performance d'un produit (ou d'un procédé) existant ou futur. Contrairement aux autres segments du marché « PLM », ces outils couvrent à la fois la modélisation et l'analyse en intégrant des technologies spécifiques du domaine de la physique et/ou des systèmes complexes de simulations et d'analyses.

Sur ce segment, les acteurs du marché proposent deux types de solutions à leurs clients :

- **Les logiciels** (88,2% des revenus du segment en 2021) : ils représentent la principale source de revenus à travers la vente de licences que ce soient des licences récurrentes ou à usage unique, tout en intégrant leur maintenance ;
- **Les prestations de service** (11,8% des revenus du segment en 2021) : elles correspondent principalement à l'installation des logiciels chez les clients (62% des revenus issus des prestations de service).

La part du chiffre d'affaires des prestations de services est relativement faible contrairement aux autres segments du marché « PLM ». L'accent est davantage mis sur la technologie du logiciel.

4.1.2.1 Positionnement de la société face à ses concurrents

Comme indiqué ci-avant (cf. §3.7), depuis son plan stratégique annoncé en octobre 2021, ESI a recentré son offre sur trois lignes de métiers.

La croissance attendue sur chacun de ces segments de marché des solutions logiciels se présente comme suit :

- **Performance produit** : TCAM (taux de croissance annuel moyen) 2021-2026 estimé entre +7% et +10%, étant précisé qu'il s'agit de la principale activité d'ESI ;

- **Fabrication intelligente** : TCAM 2021-2026 estimé entre +10% et +15% ;
- **Flux de travail humain** : TCAM 2021-2026 estimé entre +20% et +30%.

Le groupe ESI s'est ainsi repositionné sur des marchés en croissance, sur lesquels l'environnement concurrentiel peut se résumer comme suit :

Figure 6 – Présentation des principaux concurrents d'ESI sur le marché des logiciels de simulation et d'analyse



Les domaines d'activité d'ESI englobent trois catégories de concurrents :

- Des entreprises spécialisées dans le domaine de la simulation et de l'analyse (« S&A⁸ »), telles qu'ANSYS, MATHWORKS et ALTAIR ENGINEERING ;
- De grands Groupes proposant une offre étendue dans le domaine de la gestion du cycle de vie des produits (« PLM »), comme DASSAULT SYSTEMES, SIEMENS et HEXAGON (y compris MSC SOFTWARE) ;
- Des entités offrant des solutions hautement spécifiques, à l'instar de COMSOL, qui propose des logiciels de simulation multiphysique.

Au sein de son environnement concurrentiel, ESI occupe une position unique. ESI est le seul acteur à proposer des solutions qui englobent la performance produit, la fabrication intelligente et le flux de travail humain. Dans chacun de ces secteurs, ESI se distingue par la complexité des cas d'usage traités par ses logiciels, de telle sorte que les logiciels d'ESI cohabitent souvent chez le client avec des logiciels à usage plus général.

4.1.2.2 Eléments structurants du marché

Les acteurs du marché doivent constamment rester à la pointe de la technologie, soit en renforçant leur expertise sur les produits existants, soit en élargissant leur offre de produits. L'objectif est de

⁸ A titre d'information, KEYSIGHT exerce une activité dans le segment « S&A ».

rendre leurs logiciels de simulation et d'analyse aussi complets et performants que possible. Cette combinaison contribue à façonner un marché dynamique et concurrentiel.

Cependant, relever ce défi représente un investissement financier important pour les acteurs du marché.

La consolidation du marché

Les opérations de fusions et d'acquisitions sont relativement nombreuses dans le secteur, ce qui a pour effet de consolider le marché.

Les grandes entreprises adoptent une approche de diversification de leurs activités en acquérant des sociétés déjà établies sur des marchés spécifiques. Par exemple, HEXAGON a acquis MSC SOFTWARE en 2017, ce qui lui a permis de renforcer sa présence dans le domaine de la performance des produits. DASSAULT SYSTEMES, par le biais de sa marque DELMIA, a racheté plusieurs entreprises pour enrichir ses solutions dans le domaine de l'optimisation de la gestion des opérations de production.

Les entreprises spécialisées ont, pour leur part, tendance à acquérir de jeunes entreprises qui développent des technologies spécifiques afin d'élargir leur gamme de produits. En 2021, ALTAIR ENGINEERING a acquis FLOW SIMULATOR, qui se spécialise dans l'analyse des systèmes de fluides et de transfert de chaleur, ainsi que S-FRAME, qui développe une plateforme d'analyse structurelle. De même, ANSYS a acquis en 2021 PHOENIX INTEGRATION pour son expertise sur les modèles basés sur des systèmes d'ingénierie et en analyse multidisciplinaire.

Stratégie d'innovation interne

En parallèle, les acteurs du marché déploient une stratégie d'innovation en consacrant des ressources importantes à la recherche et au développement, avec pour objectifs d'améliorer continuellement les produits existants et d'étendre leurs activités à de nouveaux secteurs en proposant de nouvelles solutions.

Cette démarche d'investissement dans la recherche et le développement vise à renforcer la compétitivité des produits en les rendant plus performants, plus complets et mieux adaptés aux besoins évolutifs des clients. De plus, elle permet aux entreprises de rester à la pointe de la technologie, de suivre les évolutions du marché et de saisir de nouvelles opportunités commerciales.

Stratégie de partenariats

Certains acteurs du marché, qui disposent de ressources financières plus limitées, optent pour une stratégie de partenariats avec des groupes industriels.

Cette collaboration leur permet de développer des solutions logicielles hautement personnalisées et spécifiquement adaptées aux besoins de leurs clients. En travaillant étroitement avec les industriels, ils peuvent intégrer des fonctionnalités sur mesure qui répondent aux défis et aux exigences propres à chaque secteur.

D'autres acteurs choisissent de collaborer avec des universités et des établissements d'enseignement supérieur. Cette approche vise à approfondir la composante théorique de leurs solutions logicielles. En travaillant avec des chercheurs et des experts académiques, ces

entreprises peuvent intégrer des avancées scientifiques de pointe dans leurs produits. Cela leur permet de rester à l'avant-garde de la technologie et de proposer des solutions toujours plus innovantes.

4.2 Tendances et perspectives de marché

4.2.1 Tendances

Numérisation de l'industrie

Les avancées technologiques transforment fondamentalement les processus de conception, de test et de développement des produits, apportant une contribution significative à l'amélioration de la qualité, de l'efficacité et de la durabilité des produits.

La numérisation de l'industrie permet d'imbriquer les outils traditionnels avec les technologies telles que la réalité virtuelle, les jumeaux numériques (permettant de collecter des informations du monde extérieur en temps réel), l'Internet Industriel des objets (IIoT) et l'analyse de données. L'objectif de cette démarche est l'optimisation, notamment grâce aux tests virtuels, en vue de concevoir des produits d'une précision et d'une sophistication accrues, répondant aux besoins croissants du marché.

Respect de l'environnement et de la réglementation

Les entreprises doivent aujourd'hui se conformer à des normes de durabilité environnementale et de sécurité de plus en plus strictes. Les outils de simulation jouent un rôle essentiel dans la validation et la certification des produits avant leur développement physique, permettant ainsi de respecter les normes environnementales et réglementaires en vigueur. Ils contribuent notamment à répondre aux exigences en matière de durabilité, en réduisant les déchets et les ressources nécessaires aux essais.

Démocratisation des logiciels de simulation

La démocratisation des logiciels de simulation dans l'industrie est un phénomène en croissance. Elle est facilitée par l'utilisation de plus en plus répandue des outils de simulation par les ingénieurs aux différentes étapes du cycle de vie des produits.

Nouvelles technologies

Les perspectives d'introduction de nouvelles technologies accéléreront la dynamique de développement des logiciels de simulation et d'analyse.

- Les jumeaux numériques hybrides : l'objectif est de permettre une interaction en temps réel entre les composants réels et numériques, offrant ainsi la possibilité de prendre des décisions éclairées et d'effectuer des actions en fonction des données générées. Cette technologie permettra de transformer la manière dont nous interagissons avec le monde physique, en exploitant les avantages de la simulation numérique et de la connectivité en temps réel ;
- L'intelligence artificielle (IA) : les systèmes basés sur l'IA alimenteront en permanence les logiciels en données, leur permettant d'analyser en temps réel les informations collectées avec plus de précision.

Développement des modèles basés sur des systèmes d'ingénierie

Les modèles basés sur des systèmes d'ingénierie permettent le croisement entre plusieurs logiciels d'analyses physiques interdisciplinaires. Cette avancée permet une intégration précoce des attentes et des exigences des clients finaux dès les phases initiales de conception et de développement des produits. Cela inclut la personnalisation des produits pour répondre aux besoins spécifiques des clients, l'adoption de nouvelles méthodes de fabrication adaptées à ces spécificités, ainsi que la mise en place de nouveaux processus de conception visant à améliorer la qualité et les performances des produits.

4.2.2 Evolutions du marché

Industrie Automobile & Transports

Le marché de l'industrie automobile et des transports a représenté 29% du segment « S&A » en 2021.

Dans l'industrie automobile, ces logiciels permettent de tester la robustesse de nouveaux matériaux, d'éviter les erreurs coûteuses et d'améliorer l'efficacité du processus de développement et de fabrication. Ils sont utilisés pendant toute la phase de conception, de développement et de fabrication des produits :

- Conception : Ils permettent de garantir la sécurité des véhicules en simulant divers scénarios et en identifiant les éventuels problèmes de sécurité ;
- Développement : Ils sont utilisés pour choisir les matériaux les plus adaptés, effectuer des crashs tests virtuels et développer des véhicules plus performants, notamment les véhicules autonomes et électriques ;
- Fabrication : Les logiciels de simulation sont employés pour résoudre des défis liés à l'emboutissage, la fabrication des moules, l'assemblage et le montage des véhicules.

La croissance du marché est tirée par le développement des véhicules autonomes pour lesquels le marché du système d'aide à la conduite représentera 58 Mds\$ en 2028 (TCAM 2022-2028 de +11,7%) et par le développement des véhicules électriques avec un marché estimé à 824 Mds\$ en 2030 (TCAM 2020-2030 de +18%).

Industrie Aérospatiale & Défense

Le marché de l'aérospatial et de la défense a représenté 21% du segment « S&A » en 2021.

Dans le secteur de l'aérospatial et de la défense, les logiciels de simulation sont cruciaux pour concevoir et développer des produits tels que les avions, les missiles et les systèmes d'armes. Malgré une certaine réticence à l'adoption de technologies numériques intelligentes et à une production de masse, le secteur aérospatial a récemment accéléré sa transformation numérique, notamment lors de la crise sanitaire. Cette transformation vise à maintenir la rentabilité, à accroître l'efficacité des opérations et à répondre aux réglementations en constante évolution.

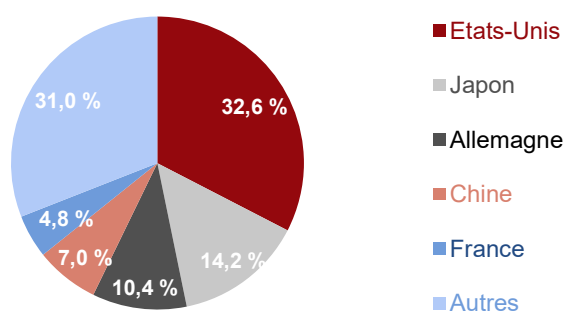
Autres

Les principales autres industries présentes sur le segment « S&A » sont les secteurs Electronique & Télécom et l'Industrie lourde, représentant tous deux 13% du marché. Le reste du marché est réparti entre divers autres secteurs représentant individuellement moins de 5% du marché⁹.

Le marché porteur des Etats-Unis

Le marché américain se distingue par son soutien aux initiatives innovantes et aux investissements en recherche et développement, ainsi que par des réglementations strictes. Il s'agit du principal marché mondial.

Figure 7 – Marché des logiciels de Simulation et d'Analyse par pays en 2021



Source : CIMDATA

Il convient de noter qu'ESI est moins présente sur ce marché que certains de ses concurrents. En 2022, ESI a réalisé 16,5% de son chiffre d'affaires en Amérique, alors que d'autres acteurs majeurs tels qu'ANSYS y ont généré 45% de leurs revenus en 2022. ALTAIR est le plus exposé à cette région, puisque la Société y réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires (48% en 2022).

5. Analyse financière d'ESI GROUP

Les comptes consolidés de la Société pour les exercices 2018 à 2022, résumés ci-dessous, ont été établis conformément au référentiel IFRS.

Ils ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes d'ESI¹⁰.

5.1 Présentation des résultats historiques de la Société

5.1.1 Compte de résultat consolidé 2018-2023

L'évolution du compte de résultat d'ESI est résumée ci-après :

⁹ Données CIMDATA 2021

¹⁰ Les cabinets PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDIT et ERNST & YOUNG AUDIT jusqu'à l'exercice clos le 31 décembre 2020, puis les cabinets KPMG Audit et ERNST & YOUNG AUDIT à partir de l'exercice clos le 31 décembre 2021.

Tableau 4 – Compte de résultat consolidé 2018 – 2022

en K€ - au 31 décembre	31/01/2019	31/12/2019*	31/12/2020	31/12/2021**	31/12/2022
Licences et maintenance	109 836	75 320	109 201	111 356	113 957
Consulting	28 793	25 718	18 845	20 773	18 648
Projets cofinancés	-	-	4 020	-	-
Autres	784	1 159	508	449	1 313
Chiffre d'affaires	139 413	102 197	132 573	132 578	133 918
<i>Croissance (en %)</i>	<i>N/A</i>	<i>(26,7)%</i>	<i>29,7 %</i>	<i>0,0 %</i>	<i>1,0 %</i>
Coût des ventes	(37 907)	(33 873)	(33 838)	(29 700)	(27 685)
Frais de recherche et développement	(31 718)	(29 832)	(30 867)	(31 302)	(36 112)
Frais commerciaux et marketing	(43 042)	(38 841)	(40 242)	(38 990)	(33 526)
Frais généraux et administratifs	(19 970)	(21 476)	(23 589)	(21 723)	(23 942)
Résultat opérationnel courant	6 776	(21 825)	4 037	10 863	12 651
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>4,9 %</i>	<i>(21,4)%</i>	<i>3,0 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>9,4 %</i>
Autres produits et charges opérationnels	233	1	9	(27 401)	12 791
Résultat opérationnel	7 009	(21 824)	4 046	(16 538)	25 442
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>5,0 %</i>	<i>(21,4)%</i>	<i>3,1 %</i>	<i>(12,5)%</i>	<i>19,0 %</i>
Résultat financier	(1 277)	(2 563)	(1 355)	(883)	(1 312)
Quote-part de résultat net des entreprises associées	106	26	(258)	80	99
Résultat avant impôts	5 838	(24 361)	2 433	(17 341)	24 229
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>4,2 %</i>	<i>(23,8)%</i>	<i>1,8 %</i>	<i>(13,1)%</i>	<i>18,1 %</i>
Impôts sur les résultats	(2 505)	3 447	(1 008)	(1 244)	(8 835)
Résultat net de l'ensemble consolidé	3 333	(20 914)	1 425	(18 585)	15 395
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>2,4 %</i>	<i>(20,5)%</i>	<i>1,1 %</i>	<i>(14,0)%</i>	<i>11,5 %</i>
Participations ne conférant pas le contrôle	-	32	11	(10)	(26)
RÉSULTAT NET PART GROUPE	3 334	(20 946)	1 414	(18 575)	15 421
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>2,4 %</i>	<i>(20,5)%</i>	<i>1,1 %</i>	<i>(14,0)%</i>	<i>11,5 %</i>

* Exercice 2019 sur 11 mois à la suite du changement de date de clôture au 31 décembre, contre le 31 janvier auparavant.

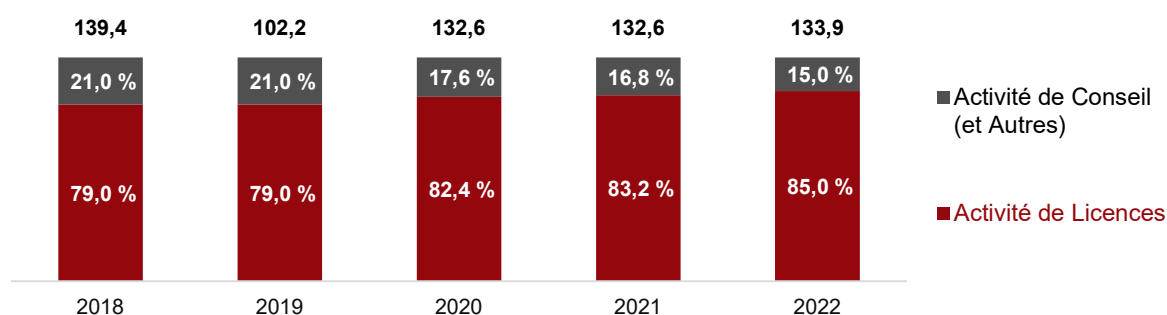
** Les états financiers de l'exercice clos le 31 décembre 2021 ont été retraités rétrospectivement pour refléter la mise en œuvre de la décision de l'IFRIC sur la comptabilisation des coûts de configuration ou de personnalisation des logiciels utilisés en mode SaaS (IAS 38) et le reclassement des produits relatifs aux Projets cofinancés qui ne sont plus comptabilisés en chiffre d'affaires mais en frais de recherche et développement - les coûts correspondants ont été reclassés et ne figurent plus en coût des ventes mais en frais de recherche et développement.

Sources : Document de Référence 2018 (clôture 01/2019), Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020, 2021, 2022

■ Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé par activité de la Société sur la période s'établit de la manière suivante :

Figure 8 – Répartition du chiffre d'affaires par activité depuis 2018 (en %)



Sources : Document de Référence 2018 (clôture 01/2019), Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020, 2021, 2022

En 2019, le Groupe a modifié sa date de clôture annuelle et réalisé à titre exceptionnel un exercice de 11 mois, ce qui explique la baisse du chiffre d'affaires par rapport à l'exercice 2018 (clos le 31 janvier 2019). Celle-ci est accentuée en raison de la saisonnalité de l'activité, avec une part importante des contrats de licences démarrant en début d'année, se traduisant par un chiffre d'affaires au premier semestre sensiblement plus important qu'au second semestre.

Les données proforma sur 12 mois font ressortir un chiffre d'affaires de 146,2 M€ en 2019, soit une croissance de 7,8% par rapport à l'exercice précédent.

En 2020, malgré l'impact de la pandémie, l'activité du Groupe a été résiliente, grâce à son modèle basé sur des contrats de licences, la part de ces derniers dans le chiffre d'affaires passant de 79% en 2019 à 82,4% en 2020.

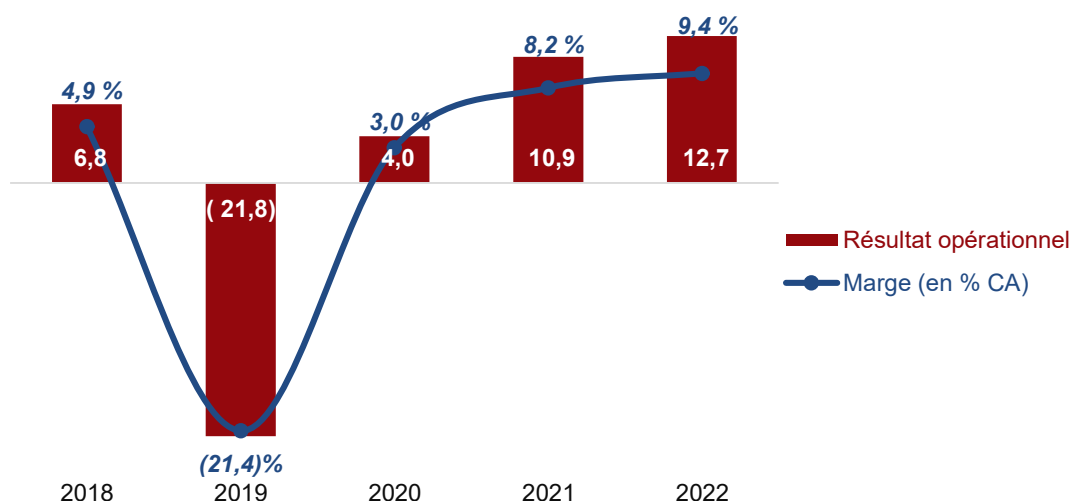
En 2021, le chiffre d'affaires est stable, impacté par l'application rétroactive de la décision de l'IFRIC sur la comptabilisation des coûts de configuration ou de personnalisation des logiciels utilisés en mode SaaS¹¹ (IAS 38) et le reclassement des produits relatifs aux Projets cofinancés, du chiffre d'affaires en frais de recherche et développement (impact d'environ 4M€ sur le chiffre d'affaires 2021 publié).

En 2022, l'activité a connu une croissance de 1%, en ligne avec les objectifs annoncés. La part des licences dans le chiffre d'affaires du Groupe a progressé pour représenter 85% de l'activité, contre 83,2% en 2021. L'ARR (Revenu Récurrent Annuel) a augmenté de 7,4% pour atteindre 100,6 M€ en 2022, contre 93,7 M€ pour le précédent exercice.

¹¹ Software as a Service

■ Résultat opérationnel courant

Figure 9 – Evolution du Résultat opérationnel courant d'ESI depuis 2018 (en M€)



Sources : Document de Référence 2018 (clôture 01/2019), Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020, 2021, 2022

Le taux de marge opérationnel courant est négatif en 2019 (-21,4%), en raison principalement du changement de date de clôture sur l'exercice 2019 (avec un exercice de 11 mois) et de la saisonnalité importante de l'activité en janvier.

En 2020, le retour à un exercice sur 12 mois permet d'afficher un résultat opérationnel courant à 4 M€, soit un taux de marge de 3,0%, en baisse de 2 points par rapport à 2018. La baisse résulte d'une diminution du chiffre d'affaires, que la réduction des coûts ne permet pas de compenser.

Le résultat opérationnel courant s'établit à 10,9 M€ sur l'exercice 2021, soit 8,2% du chiffre d'affaires en augmentation de 5 points. Cette hausse est principalement due à la baisse des frais commerciaux, marketing, généraux et administratifs par rapport à l'exercice précédent.

En 2022, le résultat opérationnel courant ressort à 12,7M€, soit un taux de marge de 9,4%, en progression par rapport à 2021. Cette évolution s'explique notamment par la mise en œuvre du plan triennal avec la stratégie de focalisation de l'offre et de concentration sur les revenus récurrents de logiciels.

■ Résultat opérationnel (ou EBIT) et Résultat opérationnel ajusté (ou EBIT ajusté)

Le résultat opérationnel du Groupe en 2021 (-16,6 M€) a été impacté par le plan de transformation « OneESI 2024 – Focus to Grow » qui a entraîné des coûts liés aux réductions d'effectifs (-6,6 M€) et la dépréciation d'actifs incorporels relatifs aux projets de développement de logiciels considérés comme non essentiels ou ne correspondant pas aux offres produits du Groupe (-20,7 M€).

En 2022, le résultat opérationnel a été impacté positivement par les plus-values constatées sur les cessions d'actifs non stratégiques intervenues au deuxième semestre¹², pour un montant global de 15,9 M€, dont ont été déduits des frais de cessions (éléments comptabilisés dans le poste « Autres produits et charges opérationnelles »).

Par ailleurs, depuis l'annonce du plan stratégique « *OneESI – 2024 – Focus to Grow* », la Société communique sur l'EBIT ajusté¹³ et la marge d'EBIT ajustée, qui sont deux indicateurs non-IFRS utilisés par le *management*, en ligne avec les pratiques des sociétés du secteur, pour évaluer les performances opérationnelles du Groupe, telles qu'elles sont définies et présentées dans le cadre de son plan stratégique. L'EBIT ajusté et la marge d'EBIT ajustée excluent les éléments suivants :

- Les dépenses liées à la rémunération basée sur des actions ;
- Les charges de restructuration ;
- La dépréciation des actifs incorporels ;
- L'amortissement des actifs incorporels liés aux acquisitions ;
- L'application de la norme IFRS 16 sur les contrats de location ;
- Les autres éléments non récurrents et spéciaux non liés à des opérations courantes, incluant les plus et moins-values nettes de cessions.

Tableau 5 – Evolution de l'EBIT ajusté d'ESI depuis 2020 (en M€)

en M€ - au 31 décembre	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Chiffre d'affaires	132,6	132,6	133,9
Résultat opérationnel courant	4,0	10,9	12,7
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>3,0 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>9,4 %</i>
Autres produits et charges opérationnels	0,0	(27,4)	12,8
Résultat opérationnel (EBIT)	4,0	(16,5)	25,4
Impact de l'application IFRS 16	(0,4)	(0,5)	(0,5)
EBIT avant IFRS 16	3,7	(16,9)	25,0
Restructuration	<i>n.c.</i>	27,6	2,7
Autres éléments non récurrents	<i>n.c.</i>	(0,2)	(15,5)
Rémunération basée sur des actions	<i>n.c.</i>	0,9	3,5
Dépréciation & amortissement d'actifs incorporels liés à des acquisitions	<i>n.c.</i>	1,3	1,4
Participation exceptionnelle des salariés liée à la cession de CFD	<i>n.c.</i>	-	0,7
EBIT ajusté	5,8	12,7	17,8
<i>Marge d'EBIT ajusté (en % CA)</i>	<i>4,5 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>13,3 %</i>

Sources : Documents d'Enregistrement Universel 2021, 2022

¹² Cession le 13 juillet 2022 de CFD, un logiciel non stratégique de simulation des fluides, et cession le 27 juillet 2022 de SCILAB, logiciel *open source* de calcul analytique.

¹³ L'EBIT correspond au Résultat opérationnel, et l'EBIT ajusté correspond au Résultat opérationnel ajusté.

La marge d'EBIT ajusté a progressé sur la période, de 4,5% en 2020 à 13,3% en 2022 (à périmètre courant).

A périmètre constant, c'est-à-dire retraité des acquisitions ou cessions intervenues en cours d'exercice, le chiffre d'affaires est passé de 126,0 M€ en 2021 à 129,7 M€ en 2022 soit une progression de 3,0%. L'EBIT ajusté à périmètre constant est pour sa part passé de 8,6 M€ en 2021 à 15,0 M€ en 2022, soit une progression de 75,1%.

■ **Résultat financier et résultat net**

Le résultat financier atteint son point bas en 2019 à -2,6 M€, en raison principalement d'effets de change défavorables. Les charges d'intérêts sont limitées sur la période compte tenu du niveau d'endettement relativement faible de la Société.

Le résultat net d'ESI est positif en 2022 (15,4 M€). Il comprend notamment l'impact favorable des plus-values sur cessions d'actifs réalisées au cours de l'exercice pour un montant de 15,9 M€ (cf. ci-avant).

5.1.2 Présentation du bilan historique de la Société

Tableau 6 – Bilan consolidé 2018 – 2022

en K€	31/01/2019	31/12/2019*	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Goodwill	41 404	41 448	41 002	41 381	39 236
Immobilisations incorporelles	61 811	62 139	63 424	40 487	33 154
Immobilisations corporelles	6 101	5 633	4 696	4 094	4 100
Droits d'utilisation des actifs loués	-	20 680	17 742	16 706	12 483
Participation dans les entreprises associées	1 083	1 099	728	883	961
Actifs d'impôt différé	10 920	17 204	14 685	18 538	13 438
Autres actifs non courants	8 070	3 264	3 014	3 102	6 123
Instruments de couverture	-	6	6	229	205
Actifs non courants	129 389	151 473	145 297	125 420	109 700
Créances clients	65 131	44 733	33 486	35 548	37 142
Autres créances courantes	15 348	13 720	11 912	6 371	7 585
Charges constatées d'avance	2 620	3 489	3 198	2 948	3 763
Trésorerie et équivalents de trésorerie	18 087	20 241	22 466	30 319	41 599
Actifs courants	101 186	82 182	71 062	75 186	90 089
TOTAL ACTIF	230 575	233 655	216 359	200 606	199 789
Capital	18 054	18 055	18 110	18 192	18 227
Primes	25 818	25 833	26 280	26 986	27 318
Réserves	57 862	61 982	42 477	44 949	28 831
Résultat	3 334	(20 946)	1 414	(18 575)	15 421
Réserves de conversion	(205)	987	(502)	577	205
Capitaux propres – part du Groupe	104 863	85 912	87 779	72 129	90 002
Intérêts minoritaires	771	71	82	86	2
Capitaux propres	105 633	85 983	87 861	72 215	90 004
Dettes financières, part à long terme	36 255	30 457	39 264	33 832	22 846
Dettes de location non courantes	-	16 227	12 324	11 818	8 240
Provision pour avantages au personnel	9 979	11 016	11 474	9 124	6 713
Passifs d'impôt différé	3 738	3 761	-	-	-
Instruments de couverture	13	28	14	4	34
Autres dettes et provisions non courantes	1 385	677	661	808	905
Passifs non courants	51 370	62 166	63 737	55 586	38 739
Dettes financières, part à court terme	8 801	19 143	8 148	8 954	11 439
Dettes de location courantes	-	4 406	5 184	4 552	3 896
Dettes fournisseurs	8 848	8 631	6 655	5 288	6 859
Dettes fiscales et sociales et autres dettes courantes	30 560	24 230	22 754	26 609	30 274
Provisions courantes	762	675	1 624	7 129	2 528
Passifs sur contrats	24 601	28 421	20 396	20 273	16 050
Passifs courants	73 572	85 506	64 761	72 805	71 046
TOTAL PASSIF	230 575	233 655	216 359	200 606	199 789

* Exercice 2019 sur 11 mois à la suite du changement de date de clôture au 31 décembre, contre le 31 janvier auparavant.

Sources : Document de Référence 2018 (clôture 01/2019), Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020, 2021, 2022

■ Actifs non courants

Les actifs non courants sont principalement composés de goodwill, d'immobilisations incorporelles, de droits d'utilisation et d'impôts différés actifs.

Le goodwill s'élève à 39,2 M€ au 31 décembre 2022. Il résulte de la politique de croissance externe active de la Société au cours des dernières années.

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement constituées de frais de développement¹⁴, et de logiciels acquis. La baisse de ce poste au cours des deux derniers exercices s'explique principalement par la dépréciation des frais de développements et des logiciels qui n'entrent plus dans le cœur de métier d'ESI (en suite de l'annonce du plan stratégique « *OneESi 2024 – Focus to Grow* ») et par la cession d'actifs non stratégiques (CFD, SCILAB, SYSTUS), au cours de la période 2021 - 2023.

L'application de la norme IFRS 16 à partir de 2019 a entraîné la comptabilisation de droits d'utilisation, qui s'élèvent à 12,5 M€ en 2022.

Les impôts différés actifs (13,4 M€ en 2022) sont principalement constitués des déficits fiscaux activés pour 8,8 M€. Au 31 décembre 2022, ESI disposait de déficits fiscaux reportables non activés pour un montant total de 0,6 M€.

■ Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

L'évolution du besoin en fonds de roulement d'ESI entre le 31 janvier 2019 et le 31 décembre 2022 est présentée ci-après :

Tableau 7 – Evolution du BFR depuis le 31 janvier 2019 (en k€)

en K€	31/01/2019	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Stocks	-	-	-	-	-
Créances clients	65 131	44 733	33 486	35 548	37 142
Dettes fournisseurs	(8 848)	(8 631)	(6 655)	(5 288)	(6 859)
BFR d'exploitation	56 283	36 102	26 831	30 260	30 283
<i>en % du CA</i>	<i>40,4 %</i>	<i>35,3 %</i>	<i>20,2 %</i>	<i>22,8 %</i>	<i>22,6 %</i>
Charges constatées d'avance	2 620	3 489	3 198	2 948	3 763
Dettes sociales	(16 008)	(16 008)	(15 095)	(18 250)	(18 403)
BFR hors exploitation	(13 388)	(12 519)	(11 897)	(15 302)	(14 640)
<i>en % du CA</i>	<i>(9,6)%</i>	<i>(12,2)%</i>	<i>(9,0)%</i>	<i>(11,5)%</i>	<i>(10,9)%</i>
BFR Total	42 895	23 583	14 934	14 958	15 643
<i>en % du CA</i>	<i>30,8 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>11,7 %</i>

Sources : Document de Référence 2018 (clôture 01/2019), Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020, 2021, 2022 et analyses FINEXSI

¹⁴ Pour mémoire, la Société capitalise les frais de développement dès lors que les six critères énoncés par la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles » sont respectés.

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation a fortement baissé au cours de la période. Il s'élève à 30,3 M€ en 2022, contre 56,3 M€ à la clôture de l'exercice 2018 (le 31 janvier 2019). Cette amélioration provient principalement de la diminution des créances clients et est à mettre en regard avec l'augmentation de la part des licences dans le chiffre d'affaires.

Le besoin en fonds de roulement hors exploitation est en diminution sur la période, en lien avec la l'augmentation des dettes sociales.

Le besoin en fonds de roulement total du Groupe s'établit à 15,6 M€ au 31 décembre 2022, soit 11,7% du chiffre d'affaires.

■ Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net d'ESI (hors dettes IFRS 16) est présentée ci-après :

Tableau 8 – Evolution de l'endettement financier net consolidé depuis 2018 (en k€)

en K€ - au 31 décembre	31/01/2019	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Dettes financières non-courantes	(36 255)	(30 457)	(39 264)	(33 832)	(22 846)
Dettes financières courantes	(8 801)	(19 143)	(8 148)	(8 954)	(11 439)
Endettement brut	(45 056)	(49 600)	(47 412)	(42 786)	(34 285)
Trésorerie et équivalent de trésorerie	18 087	20 241	22 466	30 319	41 599
Trésorerie / (Endettement financier) net	(26 969)	(29 359)	(24 946)	(12 467)	7 314

Sources : Document de Référence 2018 (clôture 01/2019), Documents d'Enregistrement Universel 2019, 2020, 2021, 2022 et analyses FINEXSI

La Société se trouve en situation de dette financière nette sur l'ensemble de la période observée, à l'exception du 31 décembre 2022 où elle se trouve en position de trésorerie nette.

Au 31 décembre 2022, l'endettement financier brut d'ESI s'élève à 34,3 M€ et est composé :

- D'un crédit syndiqué long terme pour 14,7 M€, lequel est rémunéré au taux Euribor plus une marge comprise entre 2% et 2,5% ;
- De prêts garantis par l'Etat pour 13,6 M€ ;
- D'autres emprunts et avances remboursables pour 6 M€.

Après prise en compte de la trésorerie qui s'élève à 41,6 M€, la trésorerie nette d'ESI s'établit à 7,3 M€ au 31 décembre 2022 (hors dettes IFRS 16 s'élevant à 12,1 M€).

5.1.3 Activité du premier semestre 2023

5.1.3.1 Compte de résultat

Tableau 9 – Compte de résultat consolidé des premiers semestres 2022 et 2023 (en k€)

en K€ - au 30 juin	30/06/2022	30/06/2023
Licences et maintenance	73 928	78 206
Consulting	9 917	7 105
Projets cofinancés	-	-
Autres	481	280
Chiffre d'affaires	84 325	85 593
<i>Croissance</i>	<i>N/A</i>	<i>1,5 %</i>
Coût des ventes	(15 727)	(14 309)
Frais de recherche et développement	(15 712)	(16 774)
Frais commerciaux et marketing	(16 849)	(16 667)
Frais généraux et administratifs	(12 588)	(14 018)
Résultat opérationnel courant	23 449	23 825
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>27,8 %</i>	<i>27,8 %</i>
Autres produits et charges opérationnels	(1 518)	(12 637)
Résultat opérationnel	21 931	11 188
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>26,0 %</i>	<i>13,1 %</i>
Résultat financier	778	(1 934)
Quote-part de résultat net des entreprises associées	(423)	(310)
Résultat avant impôts	22 285	8 944
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>26,4 %</i>	<i>10,4 %</i>
Impôts sur les résultats	(8 332)	(3 245)
Résultat net de l'ensemble consolidé	13 953	5 698
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>16,5 %</i>	<i>6,7 %</i>
Participations ne conférant pas le contrôle	20	(1)
RÉSULTAT NET PART GROUPE	13 933	5 697
<i>Marge (en % CA)</i>	<i>16,5 %</i>	<i>6,7 %</i>

Sources : Rapports financiers semestriels 2022 et 2023

Le chiffre d'affaires du Groupe s'élève à 85,6 M€ au 30 juin 2023, en hausse de 1,5% par rapport au 30 juin 2022 (à périmètre courant), principalement porté par l'activité licences qui a représenté 92% du chiffre d'affaires du semestre. Les revenus de l'activité de licences ont été principalement générés par les secteurs clés du Groupe, en particulier le secteur automobile. Toutes les zones géographiques sont en croissance sur le premier semestre de l'exercice 2023. Dans son plan stratégique à 3 ans, ESI a formulé un objectif de croissance du chiffre d'affaires compris entre 6% et 8% pour l'exercice 2023.

A périmètre constant, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 79,3 M€ au premier semestre 2022 à 83,3 M€ au premier semestre 2023, soit une progression de 5,0%.

Nous rappelons que le chiffre d'affaires du Groupe présente une saisonnalité marquée, avec une concentration sur le premier trimestre des contrats de licences annuelles dont la durée coïncide

avec l'année civile. Ainsi, le chiffre d'affaires réalisé par le Groupe au premier semestre est sensiblement plus important que celui dégagé au second semestre.

Les autres produits et charges opérationnels (-12,6 M€) intègrent les frais encourus au titre des services rendus par les conseils du Groupe dans le cadre de la cession du Bloc de Contrôle. Ce poste représente le principal facteur expliquant la baisse du résultat net par rapport au 30 juin 2022.

5.1.3.2 Bilan

Tableau 10 – Bilan consolidé des premiers semestres 2022 et 2023 (en k€)

en K€	30/06/2022	31/12/2022	30/06/2023
Goodwill	39 376	39 236	38 446
Immobilisations incorporelles	35 389	33 154	32 512
Immobilisations corporelles	3 479	4 100	3 706
Droits d'utilisation des actifs loués	15 197	12 483	9 982
Participation dans les entreprises associées	478	961	597
Actifs d'impôt différé	14 062	13 438	14 574
Autres actifs non courants	3 066	6 123	2 846
Instruments de couverture	759	205	1 067
Actifs non courants	111 806	109 700	103 730
Créances clients	36 993	37 142	31 835
Autres créances courantes	6 442	7 585	13 390
Charges constatées d'avance	3 392	3 763	4 324
Trésorerie et équivalents de trésorerie	35 407	41 599	63 115
Actifs courants	90 947	90 089	112 663
TOTAL ACTIF	202 753	199 789	216 393
Capital	18 192	18 227	18 227
Primes	26 986	27 318	27 318
Réserves	29 064	28 831	43 923
Résultat	13 933	15 421	5 697
Réserves de conversion	953	205	234
Capitaux propres – part du Groupe	89 128	90 002	95 399
Intérêts minoritaires	107	2	3
Capitaux propres	89 235	90 004	95 402
Dettes financières, part à long terme	26 706	22 846	15 657
Dettes de location non courantes	10 368	8 240	6 221
Provision pour avantages au personnel	7 310	6 713	6 517
Passifs d'impôt différé	187	-	-
Instruments de couverture	13	34	-
Autres dettes et provisions non courantes	809	905	1 245
Passifs non courants	45 393	38 739	29 640
Dettes financières, part à court terme	8 125	11 439	11 640
Dettes de location courantes	4 502	3 896	3 482
Dettes fournisseurs	4 703	6 859	5 427
Dettes fiscales et sociales et autres dettes courantes	24 382	30 274	50 942
Provisions courantes	5 996	2 528	2 024
Passifs sur contrats	20 339	16 050	17 836
Passifs courants	68 125	71 046	91 351
TOTAL PASSIF	202 753	199 789	216 393

Sources : Document d'Enregistrement Universel 2022, rapports financiers semestriels 2022 et 2023

La trésorerie nette (hors dettes IFRS 16) s'élève à 35,8 M€ au 30 juin 2023 (contre 7,3 M€ au 31 décembre 2022). Cette hausse s'explique principalement par la saisonnalité favorable des ventes au premier semestre et l'encaissement partiel du prix de cession de l'activité SYSTUS.

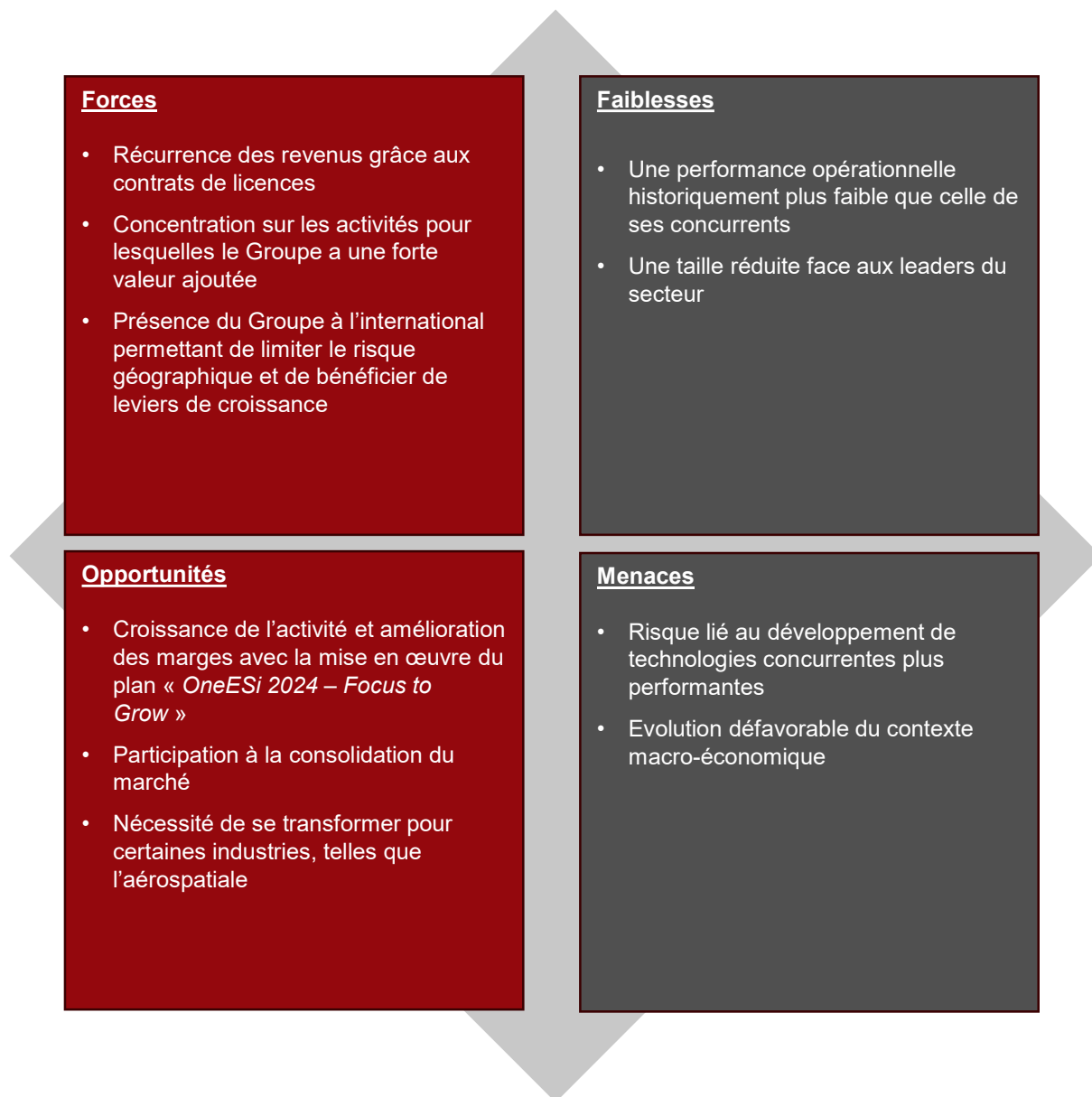
Les déficits fiscaux reportables activés au 30 juin 2023 s'élèvent à 11,5 M€, contre 8,8 M€ au 31 décembre 2022.

Les capitaux propres d'ESI s'établissent à 95,4 M€ au 30 juin 2023, après prise en compte du résultat net bénéficiaire du premier semestre de 5,7 M€.

5.2 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 10 – Matrice SWOT



Sources : analyses FINEXSI, Société

6. Évaluation des actions ESI GROUP

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

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

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

6.1.1 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) d'ESI au 30 juin 2023 s'établit à 95,4 M€, soit une valeur par action de 16,7€¹⁵ à comparer au prix d'Offre de 155,0€.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

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

6.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode 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.

ESI ne versant pas de dividendes, cette méthode ne trouve pas à s'appliquer.

¹⁵ Sur la base d'un nombre de 5.706.287 actions (capital social de 6.088.249 actions en circulation au 30 juin 2023, après déduction de l'autocontrôle de 381.962 actions).

6.1.4 Valeur liquidative

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

6.2 Critères d'évaluation retenus

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

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

À titre secondaire, nous avons mis en œuvre :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- La référence aux objectifs de cours de bourse des analystes.

Et à titre indicatif, nous présenterons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

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

6.3 Données de référence de la société ESI GROUP

6.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 septembre 2023, diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société à cette même date, et augmenté du nombre d'options de souscription et d'achat d'actions en circulation (celles-ci étant toutes dans la monnaie au regard du prix d'Offre), et du nombre d'actions gratuites en période d'acquisition ou de conservation.

Sur ces bases, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation est le suivant :

Tableau 11 – Nombre d'actions diluées retenu dans le cadre de nos travaux

Au 30 septembre 2023, en unité	
Capital social	6 092 586
Auto-détention	(381 637)
Options de souscription et d'achat d'actions	88 485
Actions gratuites	118 468
Nombre d'actions diluées retenu	5 917 902

Sources : Société, analyses FINEXSI

Nous avons considéré que les plans d'options de souscription ou d'achat d'actions, et les plans d'actions gratuites, seraient servis par les actions auto-détenues par ESI ou par la réalisation d'augmentations de capital, et avons en contrepartie retenu la trésorerie encaissée lors de l'exercice des options dans notre calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Par ailleurs, et par cohérence avec la date du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres déterminé au 30 juin 2023 (cf. ci-dessous), nous avons également retenu la trésorerie encaissée par la Société au titre des options exercées entre le 1^{er} juillet 2023 et le 30 septembre 2023.

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

Le passage de la valeur d'entreprise (« VE ») à la valeur des fonds propres (« VFP ») a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière d'ESI tels qu'ils ressortent des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2023.

Tableau 12 – Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'ESI Group au 30 juin 2023

en m€	30/06/23
Trésorerie et équivalents de trésorerie	63,1
Dettes financières	(27,3)
Trésorerie / (dette) nette (excl. IFRS 16)	35,8
Participations dans les entreprises associées	0,6
Autres actifs, autres dettes et intérêts minoritaires	(15,5)
Déficits fiscaux reportables (actualisés)	11,0
Produits des cessions	6,3
Prix d'exercice de toutes les options de souscription existante	5,2
Provisions (après impôts)	(6,4)
Ajustements	1,2
Passage de la VE à la VFP	37,0

Sources : Rapport semestriel 2023, Société, analyses FINEXSI

La trésorerie nette (hors prise en compte de la dette relative à IFRS 16), qui s'établit à 35,8 M€ au 30 juin 2023, n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons ajusté la trésorerie nette des principaux éléments suivants :

- Participations dans les entreprises associées (0,6 M€) essentiellement composées de la *joint-venture* AECC-ESI (Beijing) TECHNOLOGY CO. LTD ;
- Autres actifs, autres dettes et intérêts minoritaires (-15,5 M€) qui intègrent principalement les passifs sur contrats, les instruments de couverture, les crédits d'impôt autres que le CIR en France (lequel est intégré dans les flux du plan d'affaires) et les créances et dettes relatives aux projets cofinancés ainsi que les intérêts minoritaires ;
- Déficit fiscal reportable (activé et non activé) au 30 juin 2023 pour un montant de 11,0 M€. Les déficits fiscaux ont été modélisés en fonction de leur horizon de consommation puis intégrés dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé. Ils ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans le DCF ;
- Produits des cessions (6,3 M€), qui correspondent à la part des produits de cessions d'actifs (CFD et SYSTUS) non encaissés au 30 juin 2023 ;
- Prix d'exercice des options de souscription (incluant les options exercées entre le 1^{er} juillet 2023 et le 30 septembre 2023 et les options non encore disponibles) pour un montant de (5,2 M€) ;
- Provisions (-6,4 M€), qui intègrent notamment les provisions pour réorganisations industrielles, litiges et autres risques, ainsi que les pensions, retraites et médailles du travail (après impôts). La Société nous a confirmé que le décaissement de ces provisions n'était pas intégré dans les flux du plan d'affaires.

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'établit à 37,0 M€ au 30 juin 2023.

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 comptable a été retraitée dans le plan d'affaires du *management* sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de 9,7 M€ au 30 juin 2023.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société ESI

6.4.1 L'acquisition de bloc majoritaire de 50,6% (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 3 novembre 2023, l'Initiateur a acquis, auprès de certains actionnaires d'ESI¹⁶, 3.080.607 actions ESI par voie de cession, représentant 50,56% du capital social de la Société, au prix de 155,0€ par action.

Dans la mesure où l'Initiateur s'est engagé dans le projet de note d'information (cf.§1.3 de ladite note) (i) à ne pas déposer d'offre publique améliorée dans les douze mois suivant la date de signature du contrat d'acquisition, (ii) à ne pas acquérir, entre la date de signature du contrat d'acquisition et le 30 juin 2024, en un ou plusieurs blocs, plus de 1% du capital social de la Société à un prix supérieur au prix d'Offre et (iii) à ne pas transférer d'actions de la Société à un tiers à un prix supérieur au prix d'Offre dans les dix-huit mois suivant la date de signature du contrat d'acquisition, les clauses de compléments de prix et de droit de suite dont bénéficient les cédants du Bloc de Contrôle ne trouveront pas à s'appliquer. Il en résulte que les conditions d'acquisition du Bloc de Contrôle¹⁷, portant sur 50,56% du capital de la Société, sont strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.

Par ailleurs, en sa qualité de Directrice générale et administratrice, Mme Cristel LORIOT de ROUVRAY 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.

Les membres cédants de la famille LORIOT de ROUVRAY, actionnaires historiques de la Société, disposent également d'une connaissance de la Société leur permettant d'apprécier le prix proposé pour l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Une autre partie des cédants du Bloc de Contrôle (détenant collectivement environ 27,36%¹⁸ 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.

Le prix de 155,0€ par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société ESI.

6.4.2 La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)

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 liquidité suffisants.

¹⁶ Mme Amy Sheldon LORIOT de ROUVRAY qui détenait environ 6,80% du capital, Mme Cristel LORIOT de ROUVRAY Directrice générale et administratrice d'ESI qui détenait environ 4,15% du capital, M. John Alexandre LORIOT de ROUVRAY qui détenait environ 3,52% du capital, Mme Amy Louise LORIOT de ROUVRAY qui détenait environ 3,68% du capital, M Alex Peng DUBOIS-SUN qui détenait environ 5,05% du capital, LONG PATH PARTNERS qui détenait environ 16,37% du capital et BRIARWOOD qui détenait environ 10,99% du capital.

¹⁷ Cf. §8.

¹⁸ LONG PATH PARTNERS et BRIARWOOD.

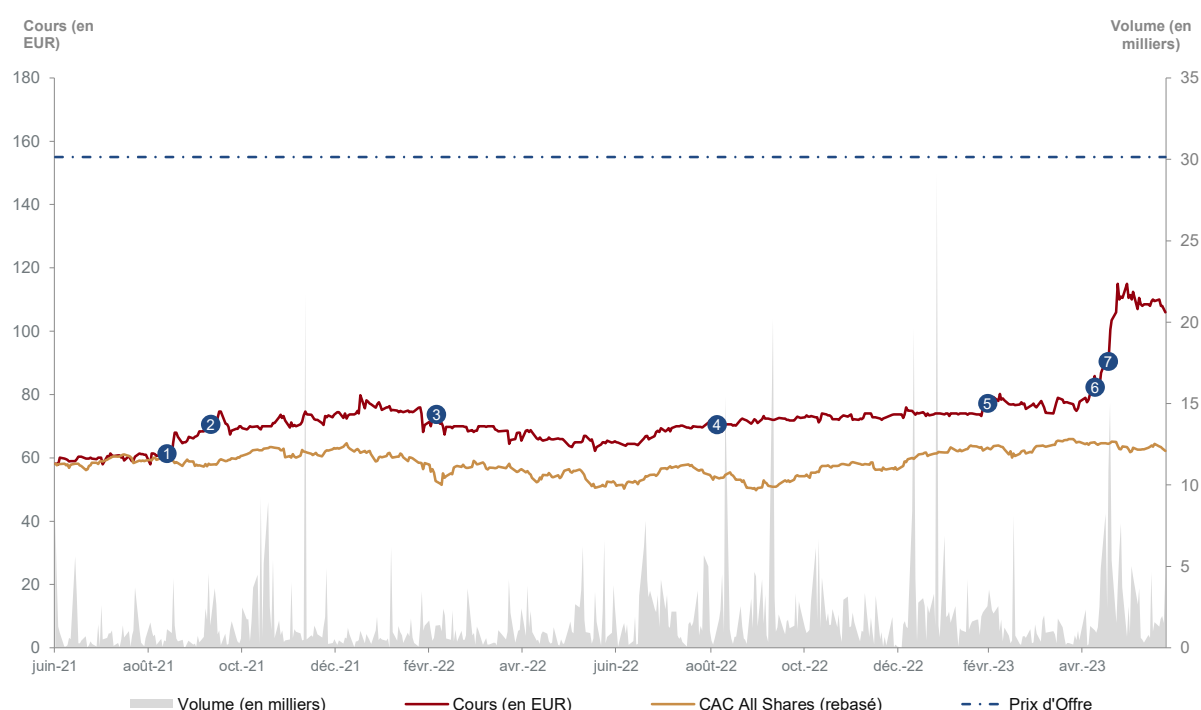
Pour mémoire, les actions ESI ont été introduites en bourse le 6 juillet 2000, et sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris (code ISIN : FR0004110310).

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'au cours de clôture du 28 juin 2023, l'Offre ayant été annoncée au marché le 29 juin 2023 avant bourse.

6.4.2.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse d'ESI

Le cours de bourse de la Société a évolué comme suit sur les 24 derniers mois antérieurs au 29 juin 2023.

Figure 11 - Evolution du cours de l'action ESI sur deux ans au 29 juin 2023



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Commentaires :

1. 9 septembre 2021 : La Société publie ses résultats du premier semestre de l'exercice 2021, faisant état d'une croissance du chiffre d'affaires de +4,3% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent, ainsi que d'une amélioration du résultat opérationnel ajusté, qui s'établit à 18 M€ ;
2. 5 octobre 2021 : Lors d'une conférence investisseurs, la Société annonce et présente son plan stratégique « OneESI 2024 – Focus to Grow » devant générer une croissance du chiffre d'affaires proche de deux chiffres et un résultat opérationnel ajusté supérieur à 20% à l'horizon 2024. Les principales tendances du plan présenté reposent sur la concentration de la Société sur son activité cœur de métier et l'acquisition de clients internationaux, en développant son activité dans le monde entier ;

3. 1^{er} mars 2022 : Publication des résultats annuels 2021 d'ESI. Le chiffre d'affaires de l'exercice s'établit à 136,6 M€¹⁹ soit une croissance de +4,6% par rapport à l'exercice précédent. Le taux de marge opérationnelle ajusté double et passe de 4,5% en 2020 à 9,6% en 2021 ;
4. 7 septembre 2022 : La Société publie ses résultats du premier semestre de l'exercice 2022. Le chiffre d'affaires du premier semestre s'établit à 84,3 M€ représentant une hausse de +5,5% par rapport à l'exercice précédent. Cette évolution est notamment soutenue par la croissance du chiffre d'affaires récurrent, en hausse de +7,5% ;
5. 28 février 2023 : Publication des résultats annuels 2022 de la Société, faisant état d'une croissance du chiffre d'affaires qui s'établit à 133,9 M€, et d'une progression de la marge opérationnelle ajustée (ou EBIT ajusté), en ligne avec les objectifs définis par le plan « *OneESI 2024* ». L'orientation stratégique de l'entreprise sur son cœur de métier se reflète dans la croissance du revenu récurrent annuel (ARR), en hausse de 7,4% sur l'exercice ;
6. Publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2023 de la Société, dépassant les prévisions notamment grâce à une croissance à deux chiffres de son Revenu Annuel Récurrent (ARR), soit une hausse de +10,9% par rapport au premier trimestre de l'exercice précédent.
7. **18 mai 2023** : Avec l'apparition de rumeurs dans la presse, ESI publie un communiqué de presse indiquant être en discussions préliminaires avec des tiers et confirmant la réception de propositions non engageantes pour l'acquisition potentielle de la Société.

Le **29 juin 2023**, la Société annonce la remise par KEYSIGHT TECHNOLOGIES d'une offre ferme à certains actionnaires d'ESI, portant sur l'acquisition d'un Bloc de Contrôle représentant 50,56% du capital social et 55,73% des droits de vote théoriques de la Société, au prix de 155,0€ par action. L'acquisition du Bloc de Contrôle, serait suivie du dépôt par KEYSIGHT, à titre obligatoire, d'une Offre Publique d'Achat portant sur le solde des titres ESI et, si les conditions sont remplies à l'issue de l'Offre, de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Nous présentons ci-après l'analyse de la liquidité du titre ESI en se situant avant le 18 mai 2023, de façon à retenir un cours non impacté par la confirmation des rumeurs, et à titre d'information, nous présentons également cette analyse avant le 29 juin 2023, date de l'annonce de l'Offre et du prix de 155,0€ par action.

6.4.2.2 Analyse de la liquidité du titre ESI

Nous présentons ci-dessous les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent, avant la confirmation des rumeurs (soit avant le 18 mai 2023) et, pour information, avant l'annonce de l'Offre (soit avant le 29 juin 2023), sur une période de 24 mois.

¹⁹ Ce chiffre d'affaires a été retraité rétrospectivement en 2022 (cf. §5.1).

Tableau 13 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre ESI au 17 mai 2023

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 155€	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 (17/5/2023)	90,00	+72 %	11	11	976	976	0,19 %	0,19 %	0,53 %	0,53 %
CMPV 1 mois	86,16	+80 %	2	40	172	3 434	0,03 %	0,69 %	0,10 %	1,96 %
CMPV 60 jours	81,20	+91 %	2	90	131	7 325	0,03 %	1,57 %	0,08 %	4,44 %
CMPV 3 mois	80,61	+92 %	2	98	129	7 898	0,03 %	1,71 %	0,08 %	4,82 %
CMPV 6 mois	76,42	+103 %	2	251	154	19 188	0,04 %	4,38 %	0,10 %	12,37 %
CMPV 12 mois	72,71	+113 %	2	528	150	38 399	0,04 %	9,21 %	0,10 %	26,03 %
CMPV 24 mois	70,66	+119 %	2	851	117	60 124	0,03 %	14,83 %	0,08 %	42,07 %
Plus haut 12 mois (15/5/2023)	90,60	+71 %								
Plus bas 12 mois (16/6/2022)	62,20	+149 %								
Plus haut 24 mois (15/5/2023)	90,60	+71 %								
Plus bas 24 mois (1/7/2021)	57,80	+168 %								

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois antérieurs au 18 mai 2023, le volume cumulé des actions ESI échangées est de 528 milliers d'actions (soit environ 2 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 9,21% et la rotation du flottant s'établit quant à elle à 26,03%.

Sur 24 mois d'observation, le volume cumulé d'actions échangées s'élève à 851 milliers (soit environ 2 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 14,83% et la rotation du flottant à 42,07%.

Tableau 14 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre ESI au 28 juin 2023

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 155€	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 (28/6/2023)	100,50	+54 %	5	5	486	486	0,08 %	0,08 %	0,23 %	0,23 %
CMPV 1 mois	107,95	+44 %	2	52	256	5 637	0,04 %	0,91 %	0,12 %	2,57 %
CMPV 60 jours	99,83	+55 %	2	142	249	14 216	0,04 %	2,48 %	0,12 %	7,01 %
CMPV 3 mois	98,85	+57 %	2	149	237	14 706	0,04 %	2,59 %	0,12 %	7,33 %
CMPV 6 mois	86,36	+79 %	2	310	212	26 741	0,04 %	5,39 %	0,12 %	15,25 %
CMPV 12 mois	79,13	+96 %	2	575	178	45 478	0,04 %	10,01 %	0,11 %	28,32 %
CMPV 24 mois	75,15	+106 %	2	901	132	67 744	0,03 %	15,70 %	0,09 %	44,54 %
Plus haut 12 mois (29/5/2023)	115,00	+35 %								
Plus bas 12 mois (6/7/2022)	63,80	+143 %								
Plus haut 24 mois (29/5/2023)	115,00	+35 %								
Plus bas 24 mois (1/7/2021)	57,80	+168 %								

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

L'analyse sur les 12 derniers mois avant la date de l'annonce de l'Offre (soit avant le 29 juin 2023), fait ressortir un volume cumulé d'actions ESI échangées de 575 milliers d'actions (soit environ 2 milliers de titres par jour de cotation), une rotation du capital de 10,01% et une rotation du flottant de 28,32%.

Ces analyses démontrent la faible liquidité du titre ESI et le fait que le cours de bourse apparaît peu représentatif. Toutefois, dans un contexte de retrait obligatoire, le cours de bourse demeure une référence que nous présentons à titre principal.

Comme indiqué plus haut, la date du 17 mai 2023 apparaît selon nous comme la date la plus pertinente, le cours de bourse ayant ensuite été impacté par la confirmation des rumeurs concernant une potentielle acquisition de la Société.

Sur la base du cours au 17 mai 2023 et du CMPV 60 jours à cette date, le Prix d'Offre extérise respectivement une prime de 72% et de 91%.

A titre d'information, sur la base du dernier cours avant l'annonce de l'Offre et du CMPV 60 jours à cette date, le Prix d'Offre extérise respectivement une prime de 54% et de 55%.

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

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

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

6.4.3.1 Présentation du plan d'affaires du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires initialement établi par le *management* en 2021 dans le cadre du plan stratégique « *OneESI 2024 - Focus to Grow* », qui vise une croissance de 7% à 9% et un taux de marge opérationnelle ajusté (ou taux de marge d'EBIT ajusté) supérieur à 20% à l'horizon 2024. En 2022, ce plan d'affaires a été prolongé d'un an pour couvrir la période 2023-2025. Il a été qualifié par le *management* de « *challenging* », mais réalisable compte tenu des performances passées de la Société.

Il a été préparé sur la base du périmètre actuel du Groupe, intégrant la cession de CFD et SYSTUS intervenue en 2023, et sans prendre en compte d'hypothèse de croissance externe. Le plan d'affaires triennal 2022-2024 a été validé en comité stratégique du Conseil d'administration lors du « *board retreat* » de juillet 2021. Le plan 2023-2025 a été validé par le comité stratégique lors du « *board retreat* » de février 2023.

Les hypothèses structurantes de ce plan d'affaires du *management* sont les suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires d'environ 8,7% entre 2022R et 2025P ;

- Un taux de marge d'EBIT ajusté²⁰ de 22,0% en fin de plan (contre 10,2%²¹ en 2022), qui demeure largement supérieur au niveau observé en 2019 avant la crise sanitaire ;
- Des dépenses d'investissements (« Capex ») représentant en moyenne 1,5% du chiffre d'affaires sur la période ;
- Un besoin en fonds de roulement s'établissant en moyenne à 9,6% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires.

Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du *management*, repose sur la capacité de ce dernier à délivrer la croissance attendue, tout en augmentant le taux de marge d'EBIT ajusté à un niveau qui n'a pas été atteint lors des derniers exercices clos.

Extrapolation

Nous avons extrapolé le plan d'affaires sur 7 années supplémentaires, soit sur la période 2026E-2032E, afin de tendre progressivement vers une performance normative qui repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en baisse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini de 2,4% retenu dans le flux normatif ;
- Un taux de marge d'EBIT ajusté qui tend linéairement vers un niveau normatif de 35,0%, soit un niveau sensiblement supérieur à celui de la dernière année du plan d'affaires du *management* (22,0% en 2025P). Sur indication du *management*, ce niveau normatif a été fixé par référence au taux de marge moyen attendu en 2025 pour les sociétés comparables de l'échantillon restreint (cf. ci-après §6.4.4), reflétant les ambitions à long terme de la Société ;
- Des Capex fixés à 1,6% du chiffre d'affaires, en ligne avec le niveau attendu à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Un besoin en fonds de roulement fixé au même niveau que celui estimé à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires (8,1% du chiffre d'affaires).

Impôt sur les sociétés

Nous avons retenu un taux d'impôt normatif de 25,0%, correspondant au taux théorique de la Société en 2022.

Comme indiqué ci-avant, les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé (cf. §6.3.2).

²⁰ Les ajustements réalisés sont les suivants : charges de restructuration, charges de rémunération basée sur des actions, dépréciation des actifs incorporels, amortissement des actifs incorporels liés à des acquisitions, IFRS 16, autres éléments non récurrents.

²¹ EBIT ajusté et retraité à périmètre constant tenant notamment compte des cessions CFD et SYSTUS, ainsi que des cessions des activités en Russie. Ces éléments expliquent l'écart avec l'EBIT ajusté de 13,3% présenté au §5.1.1.

6.4.3.2 Détermination des flux de trésorerie

Dans la mesure où le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des derniers comptes semestriels au 30 juin 2023, nous avons considéré comme premier flux du DCF celui du second semestre de l'exercice 2023. Ce flux n'a pas fait l'objet d'une actualisation dans nos travaux.

6.4.3.3 Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 2,4% a été appliqué au flux normatif, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme (*Source : FMI, publication avril 2023*).

Les investissements ont été maintenus au même niveau que ceux de la période d'extrapolation.

Les dotations aux amortissements ont été considérées comme égales au niveau des investissements et le BFR a été considéré stable par rapport à la dernière année d'extrapolation.

Le taux d'impôt normatif retenu est de 25%, correspondant au taux d'imposition théorique de la Société en 2022.

6.4.3.4 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût des fonds propres d'ESI pour actualiser les flux de trésorerie futurs au regard de la situation de trésorerie nette de la Société. Ce taux a été estimé à 9,0% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de 3,11% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois au 26 octobre 2023 – Source : BANQUE DE FRANCE) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 4,58% (moyenne 6 mois au 29 septembre 2023 - *modèle Trival*) ;
- Un bêta désendetté des comparables retenus pour la constitution de l'échantillon restreint de 1,12 (Source : CAPITAL IQ) ;
- Une prime de taille de 0,7% déterminée par la différence entre la taille d'ESI et celle des sociétés comparables utilisées pour le calcul du bêta (Source : Duff & Phelps).

Ce taux d'actualisation est inférieur au taux utilisé par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation (12,75% au 31 décembre 2022) et se situe dans la fourchette basse des taux d'actualisation utilisés par les analystes qui suivent le titre (9,0% - 10,0 %).

6.4.3.5 Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise d'ESI ressort à 669,2 M€ dont 70% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon extrapolé. Compte tenu des éléments de passage de la valeur

d'entreprise à la valeur des fonds propres présentés ci-avant, le montant des fonds propres s'établit à 706,2 M€, soit une valeur par action ESI de 119,4€ en valeur centrale.

Les sensibilités de la valeur par action ESI à une variation combinée (i) du coût des fonds propres (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) et (ii) du coût des fonds propres (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de marge d'EBIT ajusté normatif (de -1 point à +1 point), sont présentées ci-après :

Figure 12 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du coût des fonds propres

		Coût des fonds propres (%)				
		8,5 %	8,7 %	9,0 %	9,2 %	9,5 %
Taux de croissance à l'infini	2,91 %	140,7	134,0	127,9	122,2	117,1
	2,66 %	135,3	129,1	123,4	118,2	113,3
	2,41 %	130,4	124,6	119,3	114,4	109,9
	2,16 %	125,8	120,5	115,5	110,9	106,6
	1,91 %	121,7	116,6	112,0	107,7	103,6

Sources : analyses FINEXSI

Figure 13 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du coût des fonds propres et du taux de marge d'EBIT ajusté normatif

		Coût des fonds propres (%)				
		8,5 %	8,7 %	9,0 %	9,2 %	9,5 %
Marge d'EBIT ajusté normatif	36,00 %	133,5	127,6	122,1	117,1	112,4
	35,50 %	131,9	126,1	120,7	115,8	111,1
	35,00 %	130,4	124,6	119,3	114,4	109,9
	34,50 %	128,8	123,2	117,9	113,1	108,6
	34,00 %	127,3	121,7	116,5	111,8	107,3

Sources : analyses FINEXSI

A l'issue de cette analyse, nous retiendrons, au titre de l'approche DCF, une fourchette de valeurs comprises entre 114,4€ et 124,6€ avec une valeur centrale de 119,3€. Le Prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +24,4% sur la borne haute de notre fourchette et une prime de +35,5% sur la borne basse.

6.4.4 Comparables boursiers (à titre secondaire)

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

Compte tenu des spécificités d'ESI, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui lui soient pleinement comparables, en raison notamment de son implantation géographique, de sa taille, et de ses niveaux de marges. Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons identifié onze sociétés intervenant dans le secteur d'ESI, que nous avons scindées en deux échantillons (un échantillon restreint et un échantillon élargi) en fonction du degré de comparabilité de ces sociétés :

- L'échantillon restreint est composé de sociétés mentionnées dans le Document d'Enregistrement Universel ou dans les *Management Presentation* d'ESI ;
- L'échantillon élargi est composé, en plus des sociétés retenues dans l'échantillon restreint, de sociétés ayant une ou plusieurs caractéristiques comparables à ESI.

Les sociétés comparables retenues dans l'échantillon restreint sont les suivants :

- DASSAULT SYSTEMES SE est une entreprise technologique qui fournit des services d'applications logicielles conçus pour soutenir les processus d'innovation des entreprises clientes. Elle fournit notamment des logiciels de conception 3D, des maquettes numériques 3D et des services de gestion du cycle de vie des produits pour les secteurs du transport et de la mobilité, de l'aérospatiale et de la défense, de la marine et de l'*offshore*, de l'équipement industriel, de la haute technologie et des produits de consommation. Elle s'adresse également aux secteurs des sciences de la vie, des soins de santé et des infrastructures ;
- PTC INC développe des solutions technologiques composées de logiciels et de services. La technologie de l'entreprise est principalement utilisée pour concevoir et exploiter des produits complexes. Le portefeuille de la Société comprend des applications logicielles de conception assistée par ordinateur, de gestion du cycle de vie des produits, d'internet des objets et de réalité augmentée pour les clients des secteurs de l'automobile, de l'aérospatiale et de la défense, ainsi que de l'électronique grand public ;
- ANSYS INC développe et commercialise des solutions logicielles pour l'analyse et l'optimisation de la conception. Les logiciels de l'entreprise accélèrent la mise sur le marché des produits, réduisent les coûts de production, améliorent les processus d'ingénierie et optimisent la qualité et la sécurité pour une variété de produits manufacturés. Elle s'adresse à de nombreux secteurs : automobile, aérospatiale, haute technologie, énergie, équipements industriels, matériaux et produits chimiques, soins de santé et construction ;
- ALTAIR ENGINEERING INC propose des solutions d'ingénierie, de conception industrielle, d'applications techniques et d'analyse. La société propose ses services dans les secteurs de l'aérospatiale, de l'architecture, de la construction, de l'automobile, des biens de consommation et de l'énergie dans le monde entier.

Les sociétés intégrées dans l'échantillon élargi, en plus de celles figurant dans l'échantillon restreint, sont les suivantes :

- HEXAGON AB est une entreprise suédoise spécialisée dans les technologies de conception, de mesure et de visualisation. Les principaux domaines d'application sont les géosystèmes, la métrologie et la technologie pour la conception, la mesure et le positionnement d'objets, ainsi que le traitement et la présentation des données ;
- SYNOPSYS INC propose des solutions d'automatisation de la conception électronique. La société fournit des technologies de conception aux créateurs de circuits intégrés avancés, de systèmes électroniques et de systèmes sur puce ;
- AUTODESK INC est une entreprise américaine, spécialisée dans les logiciels PC et les outils multimédias. Les produits 2D et 3D de la société sont utilisés dans toutes les industries et par les particuliers pour la conception architecturale, la conception mécanique, les systèmes d'information géographique, la cartographie et les applications de visualisation ;

- CADENCE DESIGN SYSTEMS INC est spécialisée dans la conception de logiciels CAO (Conception Assistée par Ordinateur) et FAO (Fabrication Assistée par Ordinateur). Les clients de l'entreprise sont principalement concentrés dans les secteurs des semi-conducteurs et des systèmes électroniques ;
- BENTLEY SYSTEMS INCORPORATED est une entreprise spécialisée dans les solutions logicielles. Elle fournit des logiciels pour la construction, la simulation et l'analyse de ponts, la modélisation et l'ingénierie géotechnique ;
- NEMETSCHKE SE fournit des logiciels de modélisation pour la construction (*Building Information Modeling*), destinés aux secteurs de l'architecture, de l'ingénierie, de la construction et de la gestion ;
- MENSCH UND MASCHINE SOFTWARE SE est une entreprise allemande spécialisée dans les services logiciels de conception et de fabrication assistés par ordinateur (CAO/FAO). La société s'adresse aux secteurs de la construction, de l'architecture, industriel, automobile, aérospatiale, électrique, hydraulique et pneumatique.

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et les taux de marge d'EBIT attendus en 2023e-2024e par les analystes suivant les sociétés comparables.

Les éventuelles différences de politique d'activation des coûts de développement entre ESI et les sociétés de l'échantillon ainsi que la norme IFRS 16 (ou le cas échéant son équivalent pour les sociétés appliquant un autre référentiel comptable) nous ont conduits à retenir les multiples d'EBIT, considérés comme plus pertinents dans le contexte, dans la mesure où cet agrégat permet de limiter les éventuelles distorsions liées à ces deux sujets (politique d'activation des coûts de développement et IFRS 16).

Tableau 15 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et du taux de marge d'EBIT attendus par le consensus des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Croissance du CA		Taux de marge d'EBIT	
				2023e	2024e	2023e	2024e
Projections du consensus ESI Group SA	France	134		1,4 %	5,7 %	12,7 %	15,7 %
Dassault Systèmes SE	France	5 665	46 892	5,3 %	8,7 %	32,5 %	33,2 %
ANSYS, Inc.	Etats-Unis	1 933	24 782	12,6 %	10,4 %	41,5 %	41,9 %
PTC Inc.	Etats-Unis	1 972	17 039	4,1 %	12,7 %	36,4 %	37,1 %
Altair Engineering Inc.	Etats-Unis	535	4 773	9,4 %	8,8 %	17,9 %	20,8 %
Moyenne échantillon restreint		2 526	23 371	7,9 %	10,1 %	32,1 %	33,3 %
Synopsys, Inc.	Etats-Unis	5 139	63 078	8,6 %	13,0 %	35,2 %	36,3 %
Cadence Design Systems, Inc.	Etats-Unis	3 333	59 261	16,4 %	12,0 %	41,8 %	43,0 %
Autodesk, Inc.	Etats-Unis	4 608	41 607	12,5 %	11,2 %	34,4 %	36,7 %
Hexagon AB (publ)	Suède	5 161	26 232	4,6 %	6,6 %	28,2 %	29,0 %
Bentley Systems, Incorporated	Etats-Unis	1 028	15 994	13,5 %	11,1 %	31,6 %	33,3 %
Nemetschek SE	Allemagne	802	6 894	5,5 %	10,3 %	22,1 %	24,9 %
Mensch und Maschine Software SE	Allemagne	320	780	0,9 %	11,4 %	14,9 %	15,3 %
Moyenne échantillon élargi		2 772	27 939	8,5 %	10,5 %	30,6 %	32,0 %

Source : CAPITAL IQ, au 26 octobre 2023

D'une manière générale, les comparables présentent une taille significativement supérieure à celle de la Société et sont majoritairement des sociétés américaines. Les taux de marge d'EBIT 2023e-

2024e de la Société apparaissent sensiblement inférieurs à ceux observés sur l'échantillon de comparables.

Compte tenu de la taille significative des sociétés comparables par rapport à celle d'ESI, une décote de taille pourrait trouver à s'appliquer. Toutefois, dans le présent contexte de retrait obligatoire, nous n'avons pas appliqué de décote, ce qui est favorable à l'actionnaire.

Les multiples d'EBIT 2023e-2024e des sociétés comparables se présentent comme suit :

Tableau 16 - Multiples observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	xEBIT	
		2023e	2024e
Dassault Systèmes SE	France	24,2x	21,8x
ANSYS, Inc.	Etats-Unis	27,4x	24,6x
PTC Inc.	Etats-Unis	22,7x	19,8x
Altair Engineering Inc.	Etats-Unis	45,5x	35,9x
Moyenne échantillon restreint		29,9x	25,5x
Synopsys, Inc.	Etats-Unis	31,7x	27,2x
Cadence Design Systems, Inc.	Etats-Unis	36,6x	31,7x
Autodesk, Inc.	Etats-Unis	23,6x	19,9x
Hexagon AB (publ)	Suède	17,3x	15,7x
Bentley Systems, Incorporated	Etats-Unis	43,3x	37,1x
Nemetschek SE	Allemagne	36,9x	29,7x
Mensch und Maschine Software SE	Allemagne	16,2x	14,1x
Moyenne échantillon élargi		29,6x	25,2x

Source : CAPITAL IQ, au 26 octobre 2023

Note : Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Nous avons appliqué les multiples moyens 2023e-2024e des échantillons restreint et élargi aux prévisions d'EBIT ajusté²² des mêmes années issues du plan d'affaires d'ESI.

En cohérence avec le calcul de la trésorerie nette ajustée d'ESI, nous avons, le cas échéant, retraité la dette IFRS 16 (ou de normes équivalentes) dans le calcul de l'endettement financier net des comparables.

Sur cette base, l'application des multiples moyens observés sur l'échantillon restreint aux agrégats 2023e-2024e d'ESI fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 104,6€ et 123,5€ par action. Le Prix d'Offre extériorise des primes de respectivement +48,1% et +25,5% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette, étant rappelé que cette méthode est présentée à titre secondaire.

Quant à l'échantillon élargi, il fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 103,4€ et 122,1€ par action. Le Prix d'Offre extériorise des primes de respectivement +49,9% et +27,0% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette.

²² Les ajustements réalisés sont les suivants : charges de restructuration, charges de rémunération basée sur des actions, dépréciation des actifs incorporels, amortissement des actifs incorporels liés à des acquisitions, IFRS 16, autres éléments non récurrents.

6.4.5 Objectif de cours des analystes (à titre secondaire)

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.

La société ESI fait l'objet d'un suivi de la part de 4 analystes²³, avec une fréquence de publication variable selon les analystes.

Nous présentons ci-après les derniers objectifs de cours publiés au cours des 12 mois ayant précédé la confirmation des rumeurs concernant une potentielle acquisition de la Société (soit avant le 18 mai 2023). BERENBERG ayant publié son dernier objectif de cours le 2 mars 2022, nous ne l'avons pas retenu en raison de l'ancienneté de cette publication.

Tableau 17 - Derniers objectifs de cours des analystes publiés avant la confirmation des rumeurs

Date	Analyste	Prix cible (€)	Prime extériorisée par le prix de l'offre de 155€	Recommandation
01/03/2023	CIC Market Solutions	75	+ 106,7 %	Neutre
05/05/2023	Bryan, Garnier & Co.	89	+ 74,2 %	Achat
05/05/2023	Invest Securities	76	+ 103,9 %	Neutre
Moyenne		80	+ 93,8 %	
Médiane		76	+ 103,9 %	
<i>Min</i>		<i>75</i>	<i>+ 106,7 %</i>	
<i>Max</i>		<i>89</i>	<i>+ 74,2 %</i>	

Sources : Notes d'analystes

Les objectifs de cours des analystes publiés avant la confirmation des rumeurs ressortent dans une fourchette comprise entre 75€ et 89€, avec une moyenne de 80€ par action ESI. Le prix d'Offre de 155,0€ par action ESI extériorise une prime de +93,8% sur la moyenne des objectifs de cours. Nous avons relevé les principaux commentaires suivants dans les dernières notes publiées avant la confirmation des rumeurs :

- À la suite de la publication des résultats annuels 2022 de la Société, CIC MARKET SOLUTIONS estime que le titre ESI est correctement valorisé avec un prix cible de 75€, pour un cours de clôture de 76,6€ au 28 février 2023. La recommandation de l'analyste reste inchangée à « neutre » ;
- BRYAN, GARNIER & CO. réitère sa recommandation « à l'achat » à la suite de la publication des résultats du premier trimestre 2023 de la Société, avec un chiffre d'affaires supérieur de 2% aux prévisions de l'analyste. L'objectif de cours de l'analyste, issu d'une méthode DCF, s'établit à 89€ ;
- Le 5 mai 2023, INVEST SECURITIES relève son objectif de cours à 76€ contre 72€ précédemment en raison de l'impact relutif de la cession de SYSTUS annoncée mi-avril sur la croissance et la marge de la Société. L'analyste maintient néanmoins sa recommandation « neutre » sur le titre.

²³ BRYAN GARNIER & CO, CIC MARKET SOLUTIONS, BERENBERG et INVEST SECURITIES.

Le 18 mai 2023, ESI a confirmé la réception de plusieurs propositions non engageantes portant sur une potentielle acquisition de la Société. Après cette confirmation publique, et avant l'annonce de l'Offre, deux analystes ont fait une publication afin de donner leur vision sur le prix par action d'ESI, dont seulement un a ajusté son prix cible.

Tableau 18 - Objectifs de cours des analystes publiés après la confirmation des rumeurs et avant l'annonce de l'Offre

Date	Analyste	Prix cible (€)	Prime extériorisée par le prix de l'offre de 155€	Recommandation
22/05/2023	CIC Market Solutions	75	106,67 %	Neutre
23/05/2023	Invest Securities	120	29,17 %	Achat
Moyenne		98	+ 59,0 %	
Médiane		98	+ 59,0 %	
Min		75	+ 106,7 %	
Max		120	+ 29,2 %	

Source : Notes d'analystes

- CIC MARKET SOLUTIONS prend note de la confirmation des rumeurs, mais maintient son objectif de cours et sa recommandation précédente : 75€, « neutre ». L'analyste considère que les spéculations autour du titre ESI restent à un stade préliminaire, mais donne toutefois une valeur spéculative du titre entre 100€ et 120€ par action ESI ;
- Le 23 mai 2023, INVEST SECURITIES relève son objectif de cours à 120€ contre 76€. L'analyste porte sa recommandation « à l'achat » (contre « neutre ») et explique que le nouvel objectif de cours correspond à la moyenne d'une valorisation DCF ajustée (80€) et d'un prix de transaction estimé à 160€.

Les analystes CIC MARKET SOLUTIONS, INVEST SECURITIES et BRYAN, GARNIER & CO ont publié des notes postérieurement à l'annonce de l'Offre et ont ajusté leurs objectifs de cours sur le prix de l'Offre de 155,0€.

6.4.6 Transactions comparables (à titre indicatif)

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

Nous avons analysé les transactions intervenues sur les 4 dernières années sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue ESI, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%) et intégrant par conséquent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur. Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables du fait notamment de différences de positionnement ou de mix-produit. Pour ces raisons, nous présentons cette approche à titre indicatif.

Nous avons identifié 5 transactions pour lesquelles des informations étaient disponibles.

Les transactions retenues sont les suivantes :

- SEEQUENT est une entreprise qui conçoit et développe des logiciels de visualisation de données et des solutions technologiques de modélisation 3D qui permettent aux utilisateurs d'obtenir des informations à partir de données géotechniques pour la construction de tunnels routiers et ferroviaires ou la détection et la gestion des eaux souterraines ;
- INNOVYZE fournit des solutions logicielles intelligentes de modélisation et de simulation des infrastructures hydrauliques aux agences gouvernementales, aux ingénieurs-conseils, aux municipalités et aux services publics ;
- THINKPROJECT est une entreprise qui fournit des solutions technologiques pour le secteur AECO (Architecture, Ingénierie, Construction et Exploitation). La société propose des solutions *cloud* pour la collaboration interentreprises, adaptées aux besoins des projets de construction et d'ingénierie ;
- RIB SOFTWARE SE est un développeur de logiciels qui propose des services de planification, d'exécution, de gestion des installations et des commandes, de contrôle de projets, de conception structurelle, de formation et de conseil ;
- DEM SOLUTIONS LTD conçoit des solutions logicielles de modélisation d'éléments discrets. L'entreprise développe des simulations pour résoudre des problèmes de conception, de prototypage et d'optimisation des équipements de manutention et de traitement des matériaux en vrac.

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

Tableau 19 - Transactions comparables retenues sur les quatre dernières années

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xEBITDA	xEBIT
jun-21	Seequent	Nouvelle-Zélande	Bentley Systems	100 %	936		44,0x
mar-21	Innovyze	USA	Autodesk	100 %	823		19,0x
dec-20	thinkproject	Allemagne	EQT Partners AB	>50%	700	29,6x	
juil.-20	RIB Software SE	Allemagne	Schneider Electric	90 %	1 381	28,3x	
nov.-19	DEM Solutions Limited	Royaume-Uni	Altair Engineering, Inc.	100 %	12	26,2x	26,2x
Moyenne						28,1x	29,7x

Sources : MERGERMARKET, EPSILON, presse

Comme précédemment pour les comparables boursiers (§6.4.4), nous considérons que les multiples d'EBIT sont les plus pertinents dans le contexte. Toutefois, en raison d'un nombre limité de transactions pour lesquelles un multiple d'EBIT était disponible, nous présentons également les valeurs induites par l'application des multiples d'EBITDA, lorsque ceux-ci sont disponibles.

La moyenne des multiples d'EBITDA et d'EBIT extériorisée par les transactions identifiées s'établit respectivement à 28,1x et 29,7x. Nous avons appliqué ces multiples moyens aux EBITDA et aux EBIT ajustés²⁴ 2022 et 2023e d'ESI.

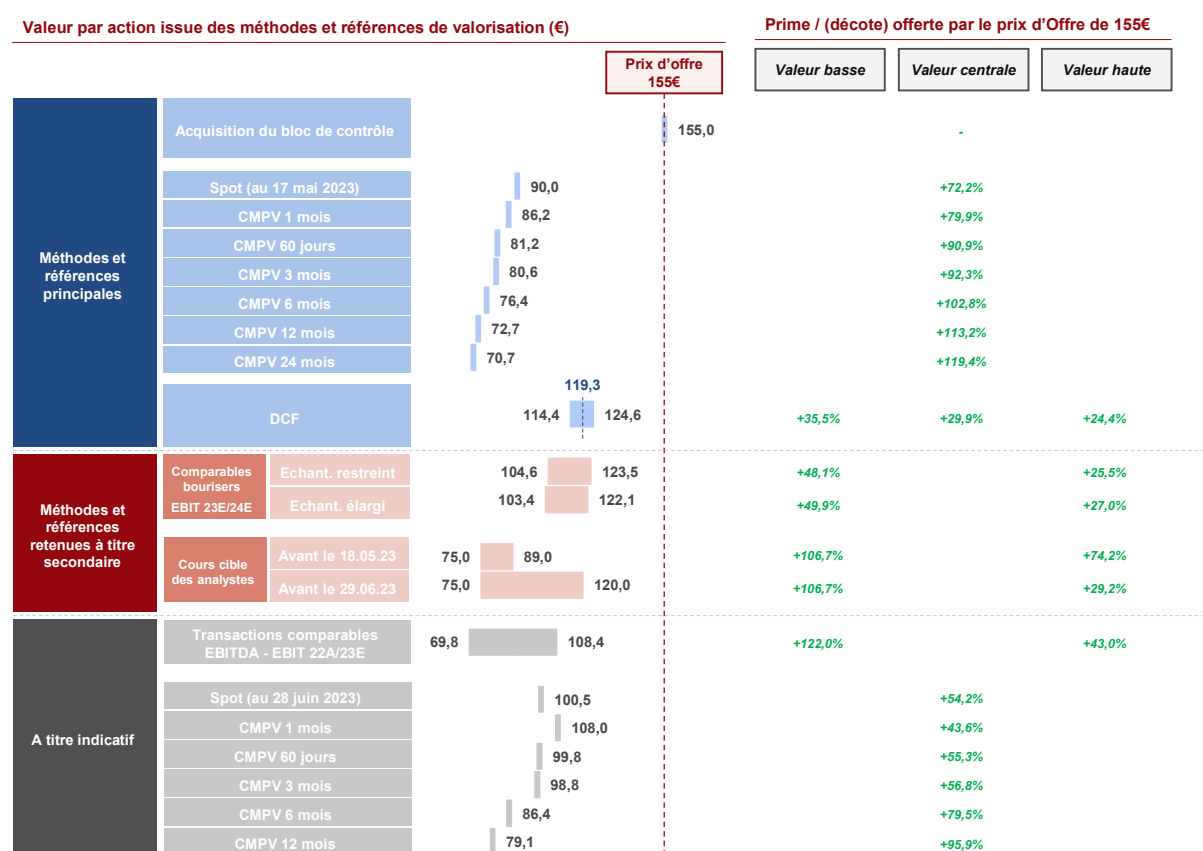
²⁴ Les ajustements réalisés sont les suivants : charges de restructuration, charges de rémunération basée sur des actions, dépréciation des actifs incorporels, amortissement des actifs incorporels liés à des acquisitions, IFRS 16, autres éléments non récurrents.

Sur ces bases, la fourchette de la valeur par action ESI s'établit entre 69,8€ et 108,4€. Le prix d'Offre extériorise une prime de 122,0% sur la borne basse et 43,0% sur la borne haute.

6.5 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation retenues :

Figure 14 - Synthèse des valeurs par action ESI GROUP



Source : analyses FINEXSI

Le prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des méthodes et références, ce qui peut s'expliquer par les synergies attendues, notamment liées à la complémentarité des activités de la Société et de l'Initiateur. Celle-ci devrait être source de création de valeur notamment à travers des opportunités de croissance dans les industries automobile et aéronautique, des économies d'échelle à travers la mutualisation des ressources et un effet de levier lié à la mise en commun des équipes commerciales et de R&D, comme indiqué au §1.2.2 du projet de note d'information.

7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs

Les Etablissements Présentateurs, J.P. MORGAN et BNP PARIBAS, ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Etablissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

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

Figure 15 - Comparaison des travaux de valorisation de FINEXSI et des Etablissements Présentateurs

FINEXSI			J.P.Morgan BNP PARIBAS		
	Prix d'Offre 155€			Prix d'Offre 155€	
Méthodes et références principales	Acquisition du bloc de contrôle	155,0	-	Acquisition du bloc de contrôle	155,0
	DCF	114,4	+35,5% +29,9% +24,4%	DCF	91,4
	Spot au 17/05/2023	90,0	+72,2%	Spot au 17/05/2023	90,0
	CMPV 1 mois	86,2	+79,9%	CMPV 1 mois	84,4
	CMPV 60 jours	81,2	+90,9%	CMPV 3 mois	79,4
	CMPV 3 mois	80,6	+92,3%	CMPV 6 mois	75,9
	CMPV 6 mois	76,4	+102,8%	CMPV 12 mois	72,7
Méthodes et références retenues à titre secondaire	Cours cible des analystes	75,0	+106,7%	Cours cible des analystes au 17/05/2023 (Moyenne / Médiane)	76,0
	Avant le 18.05.23	89,0	+74,2%		80,0
	Avant le 29.06.23	75,0	+106,7%		
	Comparables Boursiers EBIT 23E/24E	104,6	+48,1%	Comparables boursiers (23E-24E)	72,7
A titre indicatif	Echantillon restreint	123,5	+25,5%	EBITDA	87,6
	Echantillon étendu	103,4	+49,9%	Chiffre d'affaires	102,0
	Transactions comparables EBITDA - EBIT 22A/23E	69,8	+122,0%	Chiffre d'affaires	103,5
	Spot au 28/06/2023	100,5	+54,2%	EBITDA	102,9
	CMPV 1 mois	108,0	+43,6%	Chiffre d'affaires	97,6
	CMPV 60 jours	99,8	+55,3%	Spot au 28/06/2023	100,5
	CMPV 3 mois	98,8	+56,8%	CMPV 1 mois	108,1
	CMPV 6 mois	86,4	+79,5%	CMPV 3 mois	99,0
	CMPV 12 mois	79,1	+95,9%	CMPV 6 mois	86,1
				CMPV 12 mois	79,0

Sources : analyses FINEXSI, projet de note d'information

7.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation d'ESI, les Etablissements Présentateurs ont retenu à titre principal la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ainsi que la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle, et à titre secondaire, le cours de bourse au 17 mai 2023 et les objectifs de cours des analystes. Le cours de bourse au 28 juin 2023, la méthode des comparables boursiers et la méthode des transactions comparables sont présentés à titre indicatif.

FINEXSI a pour sa part retenu la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle, le cours de bourse (au 17 mai 2023 et au 28 juin 2023) et l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels à titre principal. La référence aux objectifs de cours des analystes et la méthode des comparables

boursiers ont été retenues à titre secondaire, et la méthode des transactions comparables à titre indicatif.

Les Etablissements Présentateurs ont, tout comme FINEXSI, écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net comptable, l'actif net réévalué, la valeur liquidative, et l'actualisation des dividendes futurs.

La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

7.2.1 Données de références

7.2.1.1 Nombre d'actions retenu

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un nombre d'actions dilué de 5.885.514, quand nous retenons 5.917.902 actions.

Comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont retenu un nombre d'actions basé sur les 6.092.586 actions émises au 30 septembre 2023. Ces nombres d'actions sont ensuite diminués des actions auto-détenues et augmentés des instruments dilutifs (options de souscription et d'achat d'actions et actions gratuites) en période d'acquisition ou de conservation.

Cependant, les Etablissements Présentateurs ont appliqué la méthode des *treasury shares* pour déterminer le nombre d'instruments dilutifs à retenir (principe selon lequel la Société rachète sur le marché, au prix de l'Offre, la totalité des actions nécessaires pour servir les plans d'options de souscription et d'achat d'actions ou d'actions gratuites au lieu de réaliser une augmentation de capital ou d'utiliser les actions auto-détenues), quand FINEXSI a considéré que les plans existants seraient servis en totalité par les actions auto-détenues ou par augmentations de capital, et retenu dans son passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds la trésorerie encaissée par la Société lors de l'exercice des options de souscription et d'achat d'actions.

Cette différence méthodologique explique l'écart limité entre le nombre d'actions dilué retenu par les Etablissements Présentateurs et par FINEXSI.

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

Les Etablissements Présentateurs ont retenu dans le cadre de leurs travaux, une trésorerie nette ajustée de 41,5 M€ au 30 juin 2023, hors dettes de loyers IFRS 16 (pour 9,7 M€) dans la mesure où les flux de trésorerie du plan d'affaires sont avant IFRS 16.

Pour sa part, FINEXSI a retenu une trésorerie nette ajustée d'un montant de 37,0 M€ au 30 juin 2023, excluant également les dettes de loyers liées à IFRS 16.

Les principaux écarts entre les deux montants proviennent essentiellement des éléments suivants retenus par FINEXSI et pas par les Etablissements Présentateurs :

- Les autres actifs et autres dettes pour un montant de -15,5 M€, correspondant principalement aux passifs sur contrats, aux instruments de couverture, crédits d'impôt autres que le CIR en France (lequel est intégré dans les flux du plan d'affaires), et créances et dettes relatives aux projets cofinancés ;
- Les produits des cessions pour un montant de 6,3 M€ correspondant à la part des produits de cessions d'actifs (CFD et SYSTUS) non encaissés au 30 juin 2023 ; et
- Le prix d'exercice des options de souscription et d'achat d'actions pour un montant de 5,2 M€.

7.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Les Etablissements Présentateurs, comme FINEXSI, retiennent l'acquisition du Bloc de Contrôle par KEYSIGHT au prix unitaire de 155,0€ par action intervenue le 3 novembre 2023.

7.2.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

7.2.3.1 Concernant les prévisions considérées

FINEXSI et les Etablissements Présentateurs ont retenu le plan d'affaires 2023P – 2025P établi par le *management* d'ESI et l'ont extrapolé sur une période de 7 ans, visant à tendre progressivement vers un flux normatif.

En cohérence avec la date de détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, FINEXSI et les Etablissements Présentateurs ont retenu comme premier flux du DCF celui du second semestre 2023.

7.2.3.2 Concernant les hypothèses financières

Concernant les plans d'options de souscription d'actions et d'actions gratuites, FINEXSI a uniquement considéré ceux existants à ce jour et approuvés par le Conseil d'administration de la Société, sans hypothèse de mise en place de nouveaux plans dans le futur. Ces plans existants ont été appréhendés dans le nombre d'actions dilué, retenu pour nos calculs, et sont sans incidence sur les flux de trésorerie de notre DCF.

Les Etablissements Présentateurs ont pour leur part considéré la mise en place de nouveaux plans d'options de souscription d'actions et/ou d'actions gratuites dans le futur (en complément des plans existants), et retiennent à ce titre une charge (paiements en actions) dans les flux du plan d'affaires (y compris en valeur terminale).

Par ailleurs, les Etablissements Présentateurs retiennent un taux de marge d'EBITDA normatif (pré IFRS 16) de 30,0%, tandis que FINEXSI retient un taux de marge d'EBIT ajusté de 35,0%.

FINEXSI et les Etablissements Présentateurs retiennent le même niveau d'investissement normatif, soit 1,6% du chiffre d'affaires, et le même taux d'imposition normalisé de 25%.

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI retiennent un taux de croissance à l'infini très proche (respectivement 2,5% et 2,4%).

Concernant le taux d'actualisation, les Etablissements Présentateurs retiennent un coût moyen pondéré du capital de 8,8%, quand FINEXSI retient un coût des fonds propres de 9,0%.

7.2.3.3 Analyse des sensibilités et résultats

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action ESI à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation. FINEXSI a également analysé la sensibilité au taux de marge d'EBIT ajusté normatif.

La valeur par action ESI retenue par les Etablissements Présentateurs s'établit entre 91,4€ et 120,5€, avec une valeur centrale de 103,7€.

Selon FINEXSI, la valeur par action ESI s'établit entre 114,4 € et 124,6€, avec une valeur centrale de 119,3€.

7.2.4 Analyse du cours de bourse

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont mis en œuvre une analyse du cours de bourse au 17 mai 2023 (dernier jour de cotation avant la confirmation des rumeurs concernant une potentielle acquisition de la Société) et au 28 juin 2023 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre et de son prix), et calculé des moyennes sur courtes et plus longues périodes précédant ces dates.

Il ressort des écarts limités entre les deux analyses, provenant des bases de données utilisées (BLOOMBERG et FACTSET pour les Etablissements Présentateurs et CAPITAL IQ pour FINEXSI) ainsi que des méthodes de calcul des CMPV (basée sur les cours de clôture pour les Etablissements Présentateurs et des CMPV *intradays* pour FINEXSI).

7.2.5 Objectif de cours des analystes

Concernant les objectifs de cours des analystes, nous retenons les objectifs minimum et maximum, quand les Etablissements Présentateurs retiennent la moyenne et la médiane.

7.2.6 Méthode des comparables boursiers

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de trois sociétés européennes : DASSAULT SYSTEMES, LECTRA et MENSCH MASCHINE.

FINEXSI a, pour sa part, constitué deux échantillons :

- Un échantillon restreint composé de sociétés mentionnées dans le Document d'Enregistrement Universel ou dans les *Management Presentation* d'ESI, comprenant DASSAULT SYSTEMES, ANSYS, PTC, et ALTAIR ENGINEERING ; et
- Un échantillon élargi composé, en plus des sociétés figurant dans l'échantillon restreint, de sociétés ayant une ou plusieurs caractéristiques comparables à ESI, à savoir SYNOPSIS, CADENCE DESIGN SYSTEMS, AUTODESK, HEXAGON AB, BENTLEY SYSTEMS INCORPORATED, NEMETTSCHKE, et MENSCH UND MASCHINE SOFTWARE.

Les Etablissements Présentateurs ont appliqué les multiples moyens de chiffre d'affaires et d'EBITDA pré IFRS-16 aux agrégats 2023e-2024e de la Société.

FINEXSI a pour sa part appliqué les multiples d'EBIT afin de limiter les éventuelles distorsions liées aux différences de politiques d'activation des coûts de développement entre ESI et les sociétés de l'échantillon et à l'application ou non de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes pour les sociétés appliquant un autre référentiel comptable). Comme les Etablissements Présentateurs, FINEXSI a fondé son analyse sur les multiples moyens 2023e et 2024e.

La valeur de l'action ESI extériorisée selon la mise en œuvre de cette méthode par les Etablissements Présentateurs se situe entre 102,0€ et 103,5€ pour les multiples de chiffre d'affaires, et entre 72,7€ et 87,6€ par action pour les multiples d'EBITDA. FINEXSI retient une fourchette de valeurs comprises entre 104,6€ et 123,5€ par action ESI pour l'échantillon restreint, et entre 103,4€ et 122,1€ pour l'échantillon élargi.

7.2.7 Méthode des transactions comparables

Dans le cadre de leurs travaux, les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de 4 transactions intervenues en 2022 et 2023, dont les cibles sont les suivantes : SOFTWARE AG (avril 2023), MELWATER NV (janvier 2023), AVEVA (août 2022) et BASWARE OVI (avril 2022).

FINEXSI a identifié 5 transactions intervenues au cours des quatre dernières années, dont les cibles sont les suivantes : SEEQUENT (juin 2021), INNOVYZE (mars 2021), THINKPROJECT (décembre 2020), RIB SOFTWARE SE (juillet 2020) et DEM SOLUTIONS LTD (novembre 2019).

Les Etablissements Présentateurs ont appliqué les multiples de chiffres d'affaires et d'EBITDA NTM (*Next Twelve Months*) de l'échantillon au chiffre d'affaires et à l'EBITDA NTM 2023-2024 de la Société. La valeur de l'action ESI extériorisée selon la mise en œuvre de ce critère par les Etablissements Présentateurs se situe entre 97,6€ et 102,9€.

FINEXSI a appliqué les multiples moyens d'EBITDA et d'EBIT de l'échantillon aux agrégats 2022 et 2023 de la Société. Il ressort une fourchette de valeurs comprises entre 69,8€ et 108,4€ par action ESI.

8. 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'apprécier 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 aux §1.3 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le contrat d'acquisition ;
2. Le *Tender Offer Agreement* ;
3. Les accords de liquidité.

8.1 Le contrat d'acquisition

Nous avons obtenu et analysé le contrat d'acquisition conclu le 22 septembre 2023 entre, d'une part, KEYSIGHT et, d'autre part, les cédants²⁵ du Bloc de Contrôle.

Outre le prix d'acquisition de 155,0€ par action, le contrat d'acquisition prévoit que les cédants du Bloc de Contrôle puissent bénéficier d'un complément de prix ou d'un droit de suite en numéraire sous certaines conditions détaillées au §1.3 du projet de note d'information, et résumées ci-après :

- Si au cours des douze mois suivant la date de signature du contrat d'acquisition l'Initiateur dépose une offre publique à un prix par action supérieur au prix de l'Offre, alors l'Initiateur devra verser aux cédants du Bloc de Contrôle la différence entre le prix de l'Offre et le prix amélioré ;
- Si entre la date de signature du contrat d'acquisition et le 30 juin 2024 l'Initiateur acquiert un ou plusieurs blocs d'actions représentant au moment de cet achat (individuellement ou cumulativement) plus de 1% du capital social de la Société, à un prix par action supérieur au prix d'Offre, alors l'Initiateur devra verser aux cédants du Bloc de Contrôle la différence entre le prix de l'Offre et le prix d'acquisition du bloc ;
- Les cédants du Bloc de Contrôle bénéficient d'un droit de suite applicable dans l'hypothèse où, dans les dix-huit mois suivant la date de *closing* de l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur transférerait à un tiers une ou plusieurs actions de la Société, à un prix par action supérieur au prix d'achat du Bloc de Contrôle. La somme à payer au titre du droit de suite serait égale à 50% de la différence positive entre la moyenne des prix de revente et le prix d'achat du Bloc de Contrôle.

²⁵ Mme Amy Sheldon LORIOT de ROUVRAY, Mme Cristel LORIOT de ROUVRAY, M. John Alexandre LORIOT de ROUVRAY, Mme Amy Louise LORIOT de ROUVRAY, M. Alex Peng DUBOIS-SUN, LONG PATH PARTNERS et BRIARWOOD.

Or, comme indiqué ci-avant (cf. §6.4.1), ces clauses de compléments de prix et de droit de suite dont bénéficient les cédants du Bloc de Contrôle ne trouveront pas à s'appliquer à la suite des engagements pris par l'Initiateur dans le projet de note d'information, établi postérieurement au contrat d'acquisition.

Il en résulte que les conditions d'acquisition du Bloc de Contrôle apparaissent strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre, à savoir un prix de 155,0€ par action.

8.2 Le Tender Offer Agreement

Le *Tender Offer Agreement* conclu le 28 juin 2023 entre ESI et KEYSIGHT encadre « *la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre* ».

Les principaux éléments de cet accord sont décrits dans le projet de note d'information.

Le *Tender Offer Agreement* stipule que le prix proposé dans le cadre de l'Offre sera de 155,0€ par action ESI, et ne contient pas d'autre disposition relative au prix des actions de la Société.

Il n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.3 Accords de liquidité

L'Initiateur a proposé un mécanisme de liquidité aux titulaires d'actions gratuites en période d'acquisition ou de conservation ne pouvant pas être apportées à l'Offre compte tenu de leur indisponibilité. Ces actions gratuites sont présentées au §2.2.3 du projet de note d'information, et représentent un nombre maximum de 83.934 actions susceptibles d'être acquises par l'Initiateur.

Aux termes du contrat de liquidité, le titulaire des actions gratuites s'engage fermement et irrévocablement à céder la totalité de ses actions gratuites (la « *Promesse de Vente Action* »), et l'Initiateur s'engage fermement et irrévocablement à les acquérir (la « *Promesse d'Achat Action* »).

« [...] la *Promesse de Vente Action* sera exerçable par l'Initiateur pendant une période de trois mois à compter de la *Date de Disponibilité* (la « *Période d'Exercice de la Promesse de Vente Action* »). La *Promesse d'Achat Action* sera exerçable pendant une période de trois mois à compter de la date d'expiration de la *Période d'Exercice de la Promesse de Vente Action* uniquement si l'Initiateur n'a pas exercé la *Promesse de Vente Action* à l'issue de la *Période d'Exercice de la Promesse de Vente Action*. »

Pour les actions gratuites disponibles avant le 31 décembre 2024, le prix d'exercice de la promesse sera égal au prix de l'Offre, soit 155,0€ par action, diminué le cas échéant des dividendes versés aux titulaires des actions gratuites.

Pour les actions gratuites disponibles après le 31 décembre 2024, le prix d'exercice de la promesse sera égal au prix de l'Offre, diminué le cas échéant des dividendes versés aux titulaires des actions gratuites, si les titres de la Société ne sont plus admis aux négociations sur Euronext. En revanche,

si les titres de la Société sont toujours admis aux négociations sur Euronext, le prix d'exercice de la promesse sera égal au cours de clôture moyen pondéré par les volumes durant les trois mois précédant le premier jour de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente Action.

Nous avons analysé les contrats de liquidités proposés aux titulaires d'actions gratuites, étant précisé que ceux-ci ne seront signés qu'après le dépôt de l'Offre.

Il ressort que le prix d'exercice de la promesse sera fixe pour les actions gratuites disponibles avant le 31 décembre 2024, compte tenu du délai limité entre la date de l'Offre Publique et la date de disponibilité des actions. Il en sera de même en cas de retrait de cote de la Société pour les actions gratuites disponibles après le 31 décembre 2024, en l'absence d'un cours de bourse pouvant être utilisé comme référence pour déterminer le prix d'acquisition de ces dernières.

Pour les actions disponibles après le 31 décembre 2024, et en cas de maintien de la cotation, le prix d'acquisition sera susceptible d'évoluer à la hausse comme à la baisse en fonction de la performance boursière de la Société, les titulaires d'actions gratuites supportant leur risque d'actionnaire jusqu'à l'exercice de la promesse.

Dans ces conditions, les dispositions des contrats de liquidités ne sont selon nous pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

9. Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation d'ESI GROUP

À l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre de 155,0€ par action ESI fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes et références que nous avons jugées pertinentes :

Figure 16 - Synthèse de nos travaux d'évaluation

Valeur par action issue des méthodes et références de valorisation (€)				Prime / (décote) offerte par le prix d'Offre de 155€			
				Prix d'offre 155€	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
Méthodes et références principales	Acquisition du bloc de contrôle				155,0	-	
	Spot (au 17 mai 2023)				90,0	+72,2%	
	CMPV 1 mois				86,2	+79,9%	
	CMPV 60 jours				81,2	+90,9%	
	CMPV 3 mois				80,6	+92,3%	
	CMPV 6 mois				76,4	+102,8%	
	CMPV 12 mois				72,7	+113,2%	
	CMPV 24 mois				70,7	+119,4%	
DCF				114,4 119,3 124,6	+35,5%	+29,9%	+24,4%
Méthodes et références retenues à titre secondaire	Comparables boursiers	Echant. restreint			104,6 123,5	+48,1%	+25,5%
	EBIT 23E/24E	Echant. élargi			103,4 122,1	+49,9%	+27,0%
	Cours cible des analystes	Avant le 18.05.23			75,0 89,0	+106,7%	+74,2%
		Avant le 29.06.23			75,0 120,0	+106,7%	+29,2%
A titre indicatif	Transactions comparables EBITDA - EBIT 22A/23E				69,8 108,4	+122,0%	+43,0%
	Spot (au 28 juin 2023)				100,5	+54,2%	
	CMPV 1 mois				108,0	+43,6%	
	CMPV 60 jours				99,8	+55,3%	
	CMPV 3 mois				98,8	+56,8%	
	CMPV 6 mois				86,4	+79,5%	
	CMPV 12 mois				79,1	+95,9%	

Source : analyses FINEXSI

9.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire d'ESI

La présente Offre Publique d'Achat, 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 155,0€ par action.

Ce prix d'Offre correspond aux conditions d'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur le 3 novembre 2023 auprès de certains actionnaires d'ESI. Le prix d'Offre extériorise une prime de 29,9% sur la valeur centrale de la méthode DCF, que nous considérons comme la méthode la plus appropriée. Celle-ci est fondée sur le plan d'affaires du *management*, validé par le comité

stratégique de la Société, et extrapolé sur 7 années supplémentaires afin de tendre vers une performance normative. Ce plan reflète les ambitions du *management* en matière de croissance de l'activité et d'amélioration de la profitabilité opérationnelle à un niveau qui n'a pas été atteint lors des derniers exercices clos. En cela, l'actionnaire minoritaire bénéficie, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action ESI.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires d'ESI qui le souhaitent, avec une prime de 72,2% sur le dernier cours de bourse précédant la confirmation des rumeurs sur une potentielle acquisition de la Société, et une prime de 90,9% par rapport au cours de bourse moyen 60 jours, étant rappelé que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison de volumes échangés limités, mais reste néanmoins une référence.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, celle-ci fait ressortir des primes de 25,5% et 48,1% sur la fourchette de valeurs extérieures par l'échantillon restreint, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant la confirmation des rumeurs sur une potentielle acquisition de la Société fait pour sa part ressortir des primes de 74,2% à 106,7%.

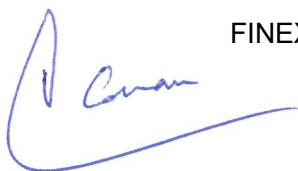
En ce qui concerne les accords connexes

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, (ii) le *Tender Offer Agreement* et (iii) les accords de liquidité, 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 compte tenu des engagements pris par l'Initiateur.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 155,0€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'ESI, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Fait à Paris le 6 novembre 2023

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Olivier COURAU
Associé



Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexes

10. Annexe

Présentation du cabinet FINEXSI et déroulement de la mission

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

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

Le cabinet FINEXSI est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

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

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	-	-	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	-
mai-22	Figeac Aero	-	-	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	-
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	-	-	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Lazard, BNP Paribas, Morgan Stanley
déc.-22	Somfy	J.P.J.S., JP3	Rothschild Martin Maurel, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis, Portzamparc BNP Paribas et Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
déc.-22	Groupe Flo	Groupe Bertrand	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-22	Manutan International	Spring holding SAS	Degroof Petercam et CIC Market Solutions	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Transactions & Compagnie
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Ulysse & Co
mars-23	Lisi	Lisi	Degroof Petercam et BNP Portzamparc	Offre Publique de Rachat d'Actions	Degroof Petercam et BNP Portzamparc
mai-23	Vilmorin & Cie	Limagrain	Lazard, CIC, Crédit Agricole, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-23	Olympique Lyonnais Groupe	Eagle Football Holdings Bidco Limited	Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-23	Rothschild & Co	Concordia	Natixis, Crédit Agricole Ile-de-France	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
août-23	Paragon ID	Genadier Holdings Plc	Banque Palatine	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-

⁽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 148 K€, hors taxes, frais et débours.

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.
- 4 - Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
- 5 - Analyse de l'Opération et de la documentation juridique afférente (contrat d'acquisition, *Tender Offer Agreement*, projet de note d'information, accords connexes, etc.).
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.
- 7 - Analyse des conditions de la cession du Bloc de Contrôle.
- 8 - Analyse du cours de bourse d'ESI Group :
 - Analyse de l'évolution du cours ;
 - Analyse du flottant et de la liquidité.
- 9 - Revue du plan d'affaires du *management* de la Société.
- 10 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité.
- 11 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers.

12 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des transactions comparables.

13 - Analyse des objectifs de cours des analystes.

14 - Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur.

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

8 juin 2023	Désignation du cabinet FINEXSI en qualité d'Expert indépendant
12 juin 2023	Réunion de lancement avec EVERCORE et ROTHSCHILD & CO, présentation du contexte et de l'Opération
13 juin 2023	Séance de questions-réponses sur le plan d'affaires avec EVERCORE et ROTHSCHILD & CO
14 juin 2023	Échanges avec EVERCORE et ROTHSCHILD & CO sur l'évaluation
15 juin 2023	Séance de questions-réponses sur le passage de la valeur de l'entreprise à la valeur des fonds propres avec le management, EVERCORE et ROTHSCHILD & CO
21 juin 2023	Échanges avec EVERCORE et ROTHSCHILD & CO sur les travaux d'évaluation
26 juin 2023	Présentation des résultats préliminaires de FINEXSI au Comité <i>ad hoc</i>
15 septembre 2023	Conférence téléphonique avec les Établissements Présentateurs sur leurs travaux d'évaluation
26 septembre 2023	Réunion avec le Comité <i>ad hoc</i>
17 octobre 2023	Conférence téléphonique avec les Établissements Présentateurs sur leurs travaux d'évaluation
30 octobre au 6 novembre 2023	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
6 novembre 2023	Réception des lettres d'affirmation signées par ESI GROUP et KEYSIGHT
6 novembre 2023	Présentation de notre attestation d'équité au comité <i>ad hoc</i>

Liste des personnes rencontrées ou contactées**ESI GROUP**

- Monsieur Alex DAVERN, Président et Administrateur indépendant ;
- Madame Cristel DE ROUVRAY, membre du Conseil d'Administration et Directrice Générale d'ESI Group ;
- Monsieur Yves DE BALMANN, Administrateur indépendant ;
- Monsieur Patrice SOUDAN, Administrateur indépendant ;
- Madame Olfa ZORGATI, *Deputy CEO in charge of Transition and Integration* ;
- Madame Corinne ROMEFORT-REGNIER, *Senior Vice-President, General Secretary & Governance* ;
- Madame Pascale ARNAUD ROQUE, *Finance & Accounting*.

J.P. MORGAN SE, Établissement Présentateur

- Monsieur Augustin DANGERVILLE, *Head of M&A France, Managing Director* ;
- Monsieur Stéphane HUMEZ, *Executive Director* ;
- Monsieur Antoine BRUYNS, *Industrial Technology Coverage, Executive Director* ;
- Monsieur Abdelkrim HAMMOUTENE, *Associate* ;
- Monsieur Briac ENROULT, *Analyste*.

BNP PARIBAS, Établissement Présentateur

- Monsieur Olivier RINAUDO, *Managing Director* ;
- Monsieur Sachin AGARWAL, *Managing Director* ;
- Monsieur Simon EDERY, *Tech Coverage, Managing Director* ;
- Monsieur Joris ESTORGUES, *M&A Vice-President* ;
- Monsieur Maher AMIRACHE, *Associate*.

PAUL HASTINGS, conseil juridique de l'Initiateur

- Monsieur Arthur de BAUDRY d'ASSON, Associé.

EVERCORE, conseil financier de la Société

- Monsieur Tom STOKES, *Senior Managing Director* ;
- Monsieur Wladimir WALLAERT, *Managing Director* ;
- Monsieur Kunal CHAKRABARTI, *Managing Director* ;
- Monsieur Arthur BOSCHER, *Associate* ;
- Monsieur Mathew ANDREOU, *Associate* ;
- Madame Reena XUE, *Associate*.

ROTHSCHILD & CO, conseil financier de la Société

- Monsieur Cyrille HARFOUCHE, *Associé-Gérant* ;
- Monsieur Alexandre RICAT, *Assistant Director (Legal)* ;
- Madame Margaux CHEVILLARD, *M&A Vice-President*.

MCDERMOTT WILL & EMERY AARPI, conseil juridique de la Société

- Monsieur Nicolas LAFONT, Associé ;
- Monsieur Edouard BALADES, Avocat.

Sources d'information utilisées

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

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « *Corporate* », comptable et financière d'ESI GROUP ;

- Plan d'affaires 2023-2025 de la Société ;
- Etudes de marché ;
- Notes d'analystes suivant le titre ESI GROUP ;
- PV des Conseils d'administration tenus en 2020, 2021 et 2022 ;
- Rapport d'évaluation d'ESI GROUP préparé par les Établissements Présentateurs ;
- Projet de note d'information et de note en réponse.

Informations de marché

- Communication financière d'ESI GROUP sur les exercices 2018 à 2022 et sur le 1^{er} semestre 2023 ;
- Communication d'ESI GROUP relative à l'Opération ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, Epsilon, *MergerMarket*, rapports annuels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : CAPITAL IQ, TRIVAL, BANQUE DE FRANCE, DUFF & PHELPS, FOND MONETAIRE INTERNATIONAL.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Monsieur Olivier PERONNET (Associé) et Monsieur Olivier COURAU (Associé), ont notamment été assistés de Monsieur Maxime ROGEON (Directeur Associé), de Madame Muge BULUS (Superviseur) et de Monsieur Paul COTTON (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, 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

DocuSign Envelope ID: 9A7BB803-1621-4171-AB71-DB1EE3C9EFF3

ESI Group
3 bis, rue Saarinen
CS 50468
94528 Rungis Cedex
France

T. +33 (0)1 41 73 58 00
F. +33 (0)1 46 87 72 02
Info@esi-group.com
esi-group.com



FINEXSI
A l'attention de Messieurs Olivier PERONNET et Olivier
COURAU
14, rue de Bassano
75116 PARIS

29 juin 2023

Messieurs,

ESI Group (la « Société » ou « ESI ») est spécialisée dans des solutions de prototypage virtuel, fournissant des solutions logicielles pour résoudre des problèmes de simulation critiques et complexes à grande échelle. La Société opère dans les secteurs de l'automobile, de l'aérospatiale, de l'énergie et de l'industrie lourde. Elle est structurée autour de deux activités principales :

- les activités de licences (édition et distribution de logiciels) qui commercialisent les logiciels sous forme de licences d'utilisation propres sur une contractualisation annuelle ou pluriannuelle, représentant 85% du chiffre d'affaires 2022 ; et
- les activités de services qui couvrent les domaines des études d'ingénierie, le Field Services (Service d'accompagnement d'activité de licence) et Consulting (vérification de la conception et essais virtuels de performance de produits industriels), représentant 14% du chiffre d'affaires 2022.

Avec environ 1.000 collaborateurs, la Société est présente dans près de 20 pays (au 31 décembre 2022).

A la suite du processus concurrentiel de cession de 100% des titres de la Société, l'offre de Keysight (l'« Initiateur ») a été retenue, et devrait se traduire par :

- L'acquisition d'un bloc de contrôle (le « Bloc ») par la société Keysight au prix de 155,00 € par action ESI ; suivie par
- Le dépôt auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») d'une offre publique d'achat obligatoire (l'« Offre ») par l'acquéreur du Bloc, portant sur le solde des actions ESI en circulation ; et par
- Une procédure de retrait obligatoire si les conditions sont remplies.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le Conseil d'administration d'ESI a mis en place un comité *ad hoc* chargé de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Le Conseil d'administration du 8 juin 2023, sur recommandation du Comité *ad hoc*, a désigné le cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier (« Finexsi ») en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société retenu dans le cadre de l'Offre, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Cette désignation est intervenue sur le fondement des articles 261-1-I 1°, 2° et 4° et 261-1-II du Règlement général de l'Autorité de marchés financiers (« l'AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020.

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

DocuSign Envelope ID: 9A7B8803-1621-4171-AB71-DB1EE3C9EFF3

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 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 ESI qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre suivie éventuellement du retrait obligatoire. Il devra permettre au Conseil d'administration d'ESI d'apprécier les conditions financières proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

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

- 261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.
Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :
 1. Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;
 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
 3. 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.
- 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. »

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre :

8 juin 2023 :	Début de la Mission
3 novembre 2023 :	Dépôt du projet de note d'information par l'Initiateur
6 novembre 2023 :	Présentation de votre projet de rapport finalisé au comité <i>ad hoc</i>
6 novembre 2023 :	Conseil d'administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre et remise de votre rapport définitif
6 novembre 2023 :	Dépôt du projet de note en réponse d'ESI
28 novembre 2023 :	Collège de l'AMF / Décision de conformité sur l'Offre

DocuSign Envelope ID: 9A7BB803-1621-4171-AB71-DB1EE3C9EFF3

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

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

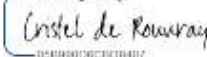
Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF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

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ad hoc ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (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'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

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

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

DocuSigned by:

Cristel de Rouvray
CEO