

Cegid Group

Évaluation indépendante de la valeur des BAAR
dans le cadre du projet de modification
des caractéristiques des BAAR existants

Ce rapport d'expertise ne constitue pas une « Attestation d'équité »
au sens des articles 262-1 et suivants du Règlement Général
de l'Autorité des Marchés Financiers.

18 septembre 2012

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

À l'attention de M. Patrick Bertrand

Cegid Group
52, quai Paul Sédallian
69279 Lyon Cedex 09

Neuilly-sur-Seine, le 18 septembre 2012

Confidentiel

Objet : Évaluation des BAAR existants et modifiés dans le cadre de l'opération envisagée par Cegid Group

Monsieur,

Pour faire suite à votre demande, je vous prie de bien vouloir trouver ci-après nos conclusions quant aux travaux d'évaluation des bons d'acquisition d'action remboursables (« BAAR ») dont *Cegid Group* (la « Société ») envisage de modifier les caractéristiques.

Contexte de la mission d'évaluation confiée à Accuracy

Cegid Group, société cotée au compartiment C d'*Euronext Paris* a procédé en 2010 à l'émission de BAAR qui ont été proposés à un prix de marché à environ 86 managers de la Société.

Plus précisément deux catégories de BAAR ont été émises dont les caractéristiques principales sont les suivantes :

- Chaque BAAR donne le droit d'acquérir une action de la Société.
- Le nombre de BAAR pouvant être souscrit par un bénéficiaire a été déterminé par le Conseil d'Administration de la Société.
- La Société a émis 400 000 BAAR soit environ 4% du capital de la Société à la date d'émission.
- Le prix de référence retenu pour l'évaluation des BAAR lors de l'émission est la moyenne des vingt derniers cours de bourse à la date des travaux d'évaluation, soit 20,51 €.
- Le prix d'exercice des BAAR a été fixé à l'émission à 22,56 € (soit 110% du prix de référence).

-
- La Société a la possibilité de forcer l'exercice des BAAR, dès lors que ceux-ci sont exerçables, si le cours de bourse de l'action *Cegid Group* dépasse le seuil de 41,02 € (soit 200% du prix de l'action de référence).
 - En cas de départ de la Société avant le début de la période d'exercice des BAAR, ces derniers seront rachetés par la Société à un prix fixé. Ce prix sera proportionnel au prix d'émission et à la durée écoulée entre la date de souscription et la date de départ.
 - Les BAAR 1 seront exerçables à tout moment à partir du 5 novembre 2012 et jusqu'au 5 novembre 2015 inclus. Les BAAR 2 seront exerçables à tout moment à partir du 5 novembre 2013 et jusqu'au 5 novembre 2016 inclus.
 - Les BAAR ne sont pas cessibles tant qu'ils ne sont pas exerçables. Ainsi, les BAAR 1 ne seront pas cessibles avant le 5 novembre 2012 et les BAAR 2 avant le 5 novembre 2013. Toutefois, la société aura la possibilité de demander l'admission anticipée des BAAR dans quelques cas précis (dépôt d'un projet d'offre publique sur les titres financiers émis par la Société, déclaration publique d'intention de déposer un projet d'offre publique, réduction substantielle de la liquidité des actions de la Société liée à la survenance d'un événement externe).

La Société envisage aujourd'hui de modifier les caractéristiques des deux catégories de BAAR de la façon suivante (« l'Opération ») :

- Le prix d'exercice serait porté à 18,00 € par action.
- Le seuil de la clause de forçage serait fixé à 36,00 € par action.
- La durée de vie des deux catégories de BAAR serait repoussée de deux ans, et la période d'exercice serait également repoussée, de deux ans pour les BAAR 1 et de un an pour les BAAR 2 :
 - o les BAAR 1 seraient exerçables à tout moment à partir du 5 novembre 2014 et jusqu'au 5 novembre 2017 inclus ;
 - o les BAAR 2 seraient exerçables à tout moment à partir du 5 novembre 2014 et jusqu'au 5 novembre 2018 inclus.
- En conséquence, les BAAR 1 et les BAAR 2 ne seraient pas cessibles avant le 5 novembre 2014.

Conformément à notre lettre de mission, nos travaux d'évaluation se sont appuyés sur les modifications caractéristiques des BAAR que vous avez définies avec vos conseils et, s'agissant de l'estimation de la valeur de marché des actions de la Société, ont considéré la seule référence représentée par les cours de bourse de la Société au cours de la période précédant l'émission des BAAR.

Nos travaux ont consisté à déterminer la valeur des deux catégories de BAAR dans leur configuration actuelle, puis leur valeur après réalisation de l'Opération. Sur cette base, nous avons déterminé l'avantage éventuel qui serait consenti aux porteurs de BAAR si l'Opération était réalisée.

Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe *Aon*, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée en Europe, Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en

finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 200 consultants (dont une centaine à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.). Au cours de l'année 2012, Accuracy a réalisé plus d'une quarantaine de missions d'évaluation de *management package* proposés à des dirigeants et salariés d'entreprises, en particulier dans le cadre de LBO.

Personnel associé à la réalisation de la mission et qualification

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, associé d'Accuracy. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et docteur en finance. Henri Philippe a réalisé au cours des quinze dernières années de nombreuses missions d'évaluation d'entreprise et d'attestations d'équité, en particulier dans le contexte d'offres publiques sur les marchés. Il est également chargé de cours à HEC et à l'Université Paris-Dauphine.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre un consultant, diplômé de l'École Normale Supérieure de Cachan, disposant d'une expérience de deux années en évaluation d'instruments financiers complexes.

Diligences effectuées

1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse des conditions de l'Opération et, plus précisément des caractéristiques des BAAR qui devraient être modifiées suite à l'Opération ;
- analyse des informations de marché pertinentes disponibles sur la Société ;
- évaluation des deux catégories de BAAR d'après leurs caractéristiques actuelles ;
- évaluation des deux catégories de BAAR après réalisation de l'Opération ;
- estimation de l'avantage éventuel consenti aux porteurs de BAAR ;
- rédaction du présent rapport.

2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été mandatée par la Société début septembre 2012 et a mené ses travaux depuis cette date jusqu'à l'émission du présent rapport.

3. Liste des principaux interlocuteurs au cours de la mission

- Bernard Tholin – Directeur des services comptables et financiers, Cegid Group ;
- Frédérique Mondange – Directrice juridique, Cegid Group ;
- Thierry Riguet – Partner, Linklaters.

4. Informations utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission peuvent être classées comme suit :

- descriptif des modifications envisagées pour les BAAR communiqué par la Société et ses conseils ;
- informations de marché diffusées par la base de données financières *Bloomberg*.

5. Déclaration d'indépendance

Accuracy atteste l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Accuracy a réalisé en septembre 2010 des travaux d'évaluation des BAAR 1 et 2 lors de l'émission de ces instruments. Ces travaux ont donné lieu à l'émission d'un rapport détaillant notre opinion sur la valeur de marché de ces deux catégories de bons.

6. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) qui nous ont été communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi. Conformément à la définition de notre mission, ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de notre part.

Nos travaux ont reposé essentiellement sur le jeu d'hypothèses décrit plus bas. Tout ajustement de l'une ou l'autre de ces hypothèses conduirait mécaniquement à des résultats différents de ceux qui sont présentés plus loin.

Détermination des principaux paramètres d'évaluation des BAAR avant Opération

Les BAAR sont donc des options d'acquisition d'action assimilables à des options à fenêtre d'exercice. Ces options présentent en outre la particularité de ne pas être négociables pendant la période où elles ne sont pas exerçables.

La valeur de ces options a été estimée sur la base de leur « valeur de marché », en considérant le prix que serait susceptible de payer un investisseur financier quelconque, bien informé et sans contrainte. Le caractère spécifique des acquéreurs de ces bons, qui sont également des managers de la Société, n'a donc pas été pris en compte pour l'estimation de la valeur des BAAR.

Les BAAR ont été évalués en mettant en œuvre un modèle d'évaluation d'options que nous avons développé spécifiquement afin de prendre en compte la fenêtre d'exercice et la clause de forçage. Ce modèle repose sur l'approche binomiale de Cox, Ross & Rubinstein (CRR) couramment utilisée pour l'évaluation d'options complexes.

L'approche binomiale est fondée sur la construction d'un arbre qui décrit la totalité du champ d'évolution possible du cours de l'action sous-jacente à l'option. À chaque nœud de cet arbre, la valeur de l'option est calculée de la manière suivante :

- si le cours du sous-jacent est inférieur au prix d'exercice, l'option n'est pas exercée ;
- dans le cas contraire et si le seuil de forçage n'est pas atteint, la valeur de l'option est déterminée comme étant le maximum entre la plus-value instantanée réalisée en cas d'exercice et l'espérance de la plus-value au prochain nœud ;
- si le cours de l'action dépasse le seuil de forçage prédéfini, on considère alors que la condition de forçage est réalisée, si bien que la valeur de l'option correspond à celle obtenue au seuil de forçage.

Ce modèle permet donc de prendre en compte la totalité des spécificités des BAAR, à la seule exception de l'incessibilité. L'impact de cette dernière caractéristique sur la valeur des BAAR a été estimé par le biais d'une décote appliquée aux estimations issues du modèle d'évaluation décrit ci-dessus.

Pour la mise en œuvre de ce modèle, nous avons estimé la valeur de marché des bons à leur prochaine date d'anniversaire en supposant qu'elle serait proche de la date d'Opération envisagée (soit une maturité résiduelle de 3 ans pour les BAAR 1 et 4 ans pour les BAAR 2). Nous avons retenu les paramètres suivants.

- La valeur du sous-jacent de l'option correspond théoriquement à la valeur de l'action à la date de réalisation de l'Opération. Pour les besoins de nos simulations, nous avons retenu une valeur de 13,53 €, qui correspond à la moyenne des 20 derniers jours de bourse du titre *Cegid Group* à la date du 6 septembre 2012 inclus. Cette valeur se compare au dernier cours de clôture au 6 septembre 2012 qui s'élève à 13,70 €. Pour information, l'évolution récente du cours de l'action *Cegid Group* est présentée en annexe 1.
- Le prix d'exercice s'établit à 22,56 €.
- La clause de forçage s'établit à 41,02 €.
- Le taux sans risque retenu est de 0,315% pour les BAAR 1, soit le rendement offert par l'OAT 3 ans à la date du présent rapport et de 0,662% pour les BAAR 2, soit le rendement offert par l'OAT 4 ans à la date du présent rapport.
- Il a été tenu compte d'une marge de prêt-emprunt de titres (*repo rate*) de 3%. Ce niveau de marge est identique à celui retenu lors de l'émission des BAAR et reflète la taille de la société, la capitalisation boursière (sur le compartiment C d'*Euronext Paris*) et la faible liquidité du titre.
- Le rendement de l'action (*dividend yield*) a été estimé à 5%, compte tenu des dividendes historiques versés et des perspectives de progression du rendement de l'action anticipées par le management de la Société (annexe 2). Pour mémoire, cette hypothèse est identique à celle retenue lors de l'émission des BAAR.
- La volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur l'action *Cegid Group* a été estimée dans une fourchette de 30% à 35%. Cette estimation est fondée sur l'analyse de la volatilité des actions de la Société détaillée en annexe 3. Pour mémoire, cette hypothèse est identique à celle retenue lors de l'émission des BAAR.

Enfin, nous avons considéré que, avant Opération, les BAAR 1 seraient cessibles à la date de réalisation de l'Opération et que BAAR 2 seraient cessibles dans 1 an. Le coût de l'incessibilité pour le porteur des BAAR 2 a été pris en compte, comme indiqué plus haut, au travers d'une décote appliquée aux estimations issues du modèle d'évaluation. Cette décote a été estimée dans une fourchette de taux compris entre 10% et 15% pour une période d'incessibilité résiduelle d'un an, en cohérence avec les hypothèses retenues en 2010 lors de l'émission des BAAR.

Les résultats de notre méthodologie d'évaluation sont présentés dans le tableau ci-dessous. Ces estimations, qui s'appuient sur une valeur de référence de l'action de 13,53 € et un rendement de l'action (*dividend yield*) estimé à 5%, prennent en compte deux niveaux de volatilité de l'action (30% et 35%), ainsi que le niveau approprié de décote d'incessibilité en fonction de la durée de la période d'incessibilité.

**Valeur unitaire d'un BAAR 1 sur la base d'un cours de l'action de 13,53 €
(€)**

		Volatilité	
		30%	35%
Décote d'incessibilité	0,0%	0,31	0,55
	0,0%	0,31	0,55

**Valeur unitaire d'un BAAR 2 sur la base d'un cours de l'action de 13,53 €
(€)**

		Volatilité	
		30%	35%
Décote d'incessibilité	10,0%	0,39	0,66
	15,0%	0,37	0,62

Détermination des principaux paramètres d'évaluation des BAAR après Opération

En supposant la réalisation de l'Opération, la valeur de marché des BAAR a été estimée en retenant une méthodologie et des paramètres d'estimation strictement identiques à ceux exposés ci-dessus. Seules les hypothèses suivantes, qui reflètent l'impact des modifications envisagées par l'Opération sur les bons, ont été modifiées :

- La maturité résiduelle a été portée à 5 ans pour les BAAR 1 et 6 ans pour les BAAR 2, avec une période d'incessibilité portée jusqu'en novembre 2014 pour les deux bons (soit 2 ans).
- Le prix d'exercice a été porté à 18,00 €.
- La clause de forçage est portée à 36,00 €.
- Le taux sans risque retenu après Opération est de 1,013% pour les BAAR 1, soit le rendement offert par l'OAT 5 ans à la date du présent rapport et de 1,235% pour les BAAR 2, soit le rendement offert par l'OAT 6 ans à la date du présent rapport.
- S'agissant de l'incessibilité des BAAR, la décote a été estimée dans une fourchette de taux compris entre 30% et 40% pour une période d'incessibilité de deux ans, conformément aux hypothèses retenues lors de l'émission des BAAR.

Les résultats de notre méthodologie d'évaluation sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Valeur unitaire d'un BAAR 1 sur la base d'un cours de l'action de 13,53 €			
(€)			
Décote d'incessibilité		Volatilité	
		30%	35%
		30,0%	0,68
40,0%	0,58	0,82	

Valeur unitaire d'un BAAR 2 sur la base d'un cours de l'action de 13,53 €			
(€)			
Décote d'incessibilité		Volatilité	
		30%	35%
		30,0%	0,75
40,0%	0,64	0,90	

Conclusion : avantage consenti par la Société aux porteurs de BAAR

La valeur unitaire des BAAR, avant réalisation de l'Opération envisagée par la Société, ressort dans des fourchettes d'estimations comprises entre 0,31 € et 0,55 € pour les BAAR 1 et entre 0,37 € et 0,66 € pour les BAAR 2.

Après réalisation de l'Opération, la valeur unitaire des BAAR ressortirait dans des fourchettes d'estimations comprises entre 0,58 € et 0,95 € pour les BAAR 1 et entre 0,64 € et 1,05 € pour les BAAR 2.

Il ressort de ces estimations que l'avantage consenti est compris entre 0,27 € et 0,40 € pour les BAAR 1 et entre 0,27 € et 0,39 € pour les BAAR 2. Soit au total, un avantage consenti par la Société qui serait compris entre 108 000 € et 158 000 € si l'Opération envisagée venait à être réalisée.

Neuilly-sur-Seine, le 18 septembre 2012

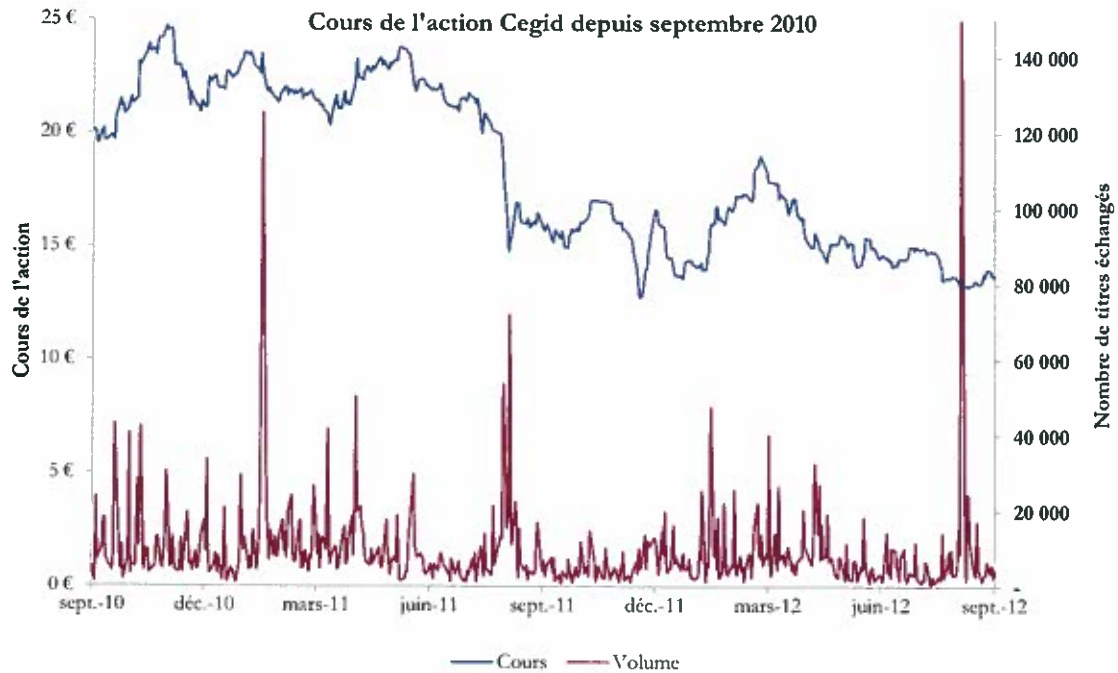
Pour Accuracy,



Henri PHILIPPE

Annexe 1 : Analyse du cours de bourse de la Société

Comme le montre le graphique suivant, le cours de l'action *Cegid Group* a connu une chute importante entre septembre 2010 et septembre 2012. Ainsi, sur la période, l'action *Cegid Group* enregistre une performance de -32% environ, alors que le *Stoxx 600* présente une performance d'environ +4% sur la même période.



Depuis mai 2012, le cours de l'action évolue dans une fourchette plus étroite (entre 13,23 € et 15,53 €). Ainsi, au 6 septembre 2012, la moyenne des vingt derniers cours (13,53 €) est proche du dernier cours disponible (13,70 €) et de la moyenne observée sur les trois derniers mois (14,11 €).

Action Cegid Group

	Cours de l'action (€)	Cours pondéré (€)	Titres échangés (moyenne)	Titres échangés (cumul)
Spot	13,70	13,70	4 125	4 125
Moyenne 20 jours	13,53	13,32	15 167	303 332
Moyenne 3 mois	14,11	13,69	7 965	525 685
Moyenne 6 mois	14,86	14,76	8 184	1 055 727
Moyenne 1 an	15,34	15,30	7 602	1 961 238

Source: Accuracy computations based on Bloomberg data

Annexe 2 : Analyse du taux de rendement en dividendes (*dividend yield*) de l'action

Dividendes historiques			
Date de déclaration	Dividende (€)	Cours du jour précédent (€)	Ratio
29/02/2012	1,05	18,9	5,6 %
02/03/2011	1,05	21,9	4,8 %
02/03/2010	1,05	20,2	5,2 %
04/03/2009	1,00	6,4	15,7 %
29/02/2008	1,00	26,8	3,7 %
21/03/2007	0,95	33,8	2,8 %
23/03/2006	0,85	39,3	2,2 %
06/05/2005	0,80	30,9	2,6 %
26/03/2004	0,80	22,0	3,6 %
Moyenne	0,95		5,1 %

Source: Bloomberg



Annexe 3 : Analyse de la volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur l'action Cegid Group

La volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future.

Méthodologie

Deux approches peuvent être envisagées pour estimer cette volatilité anticipée.

- **L'approche historique** consiste à observer la volatilité de l'action sur une période passée adéquate (on parle alors de « volatilité historique »). Elle est traditionnellement mise en œuvre sur de longues périodes (2 à 5 ans) qui correspondent à la maturité de l'instrument évalué. Cette première approche suppose que les réalisations passées sont des indicateurs pertinents pour estimer la volatilité future. La pertinence des estimations issues de cette approche peut pourtant être amoindrie par la survenance au cours du passé récent d'évènements de caractère exceptionnel (fusion ou acquisition de grande envergure, évènement terroriste, krach boursier, etc.). Dans un tel contexte, sauf à considérer ces évènements comme récurrents, la volatilité historique n'est plus nécessairement un indicateur satisfaisant pour estimer la volatilité future.
- **L'approche implicite** repose sur l'observation des instruments optionnels (options, warrants, etc.) portant sur le même sous-jacent (on parle alors de « volatilité implicite »). Elle consiste, en se reposant sur un modèle d'évaluation d'options, à déterminer la volatilité qui permet d'expliquer le prix des instruments optionnels observés sur le marché. Malheureusement, dans la plupart des cas, les instruments optionnels cotés en bourse ont une maturité relativement courte (rarement supérieure à 1 an) qui n'offre qu'une estimation de la volatilité anticipée à court terme par les investisseurs. En outre, quand bien même il existerait des instruments à plus long terme, ceux-ci ont bien souvent des caractéristiques intrinsèques (absence de liquidité ou cotation très en dehors de la monnaie par exemple), qui biaisent l'estimation de la volatilité (phénomène de « *smile* »).

Comme on le voit, aucune de ces deux approches n'est entièrement satisfaisante. S'agissant d'estimer la volatilité future, les deux approches doivent donc être menées de front. Malheureusement, dans le cas présent, nous n'avons pas identifié d'option dont le sous-jacent est l'action *Cegid Group*. Notre estimation de la volatilité attendue de l'action *Cegid Group* repose donc uniquement sur une analyse de la volatilité historique du cours de l'action.

Estimation de la volatilité historique

Dans le cas présent, la volatilité historique de la rentabilité de l'action *Cegid Group* a été observée sur une base quotidienne sur plusieurs échéances comme le montre le tableau ci-après.

Volatilité	3 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Cegid Group	16,5 %	29,0 %	28,8 %	29,6 %	35,9 %	36,2 %

Source: Accuracy Analysis, based on Bloomberg data

Sur cette base nous avons retenu une volatilité de l'action *Cegid Group* comprise dans une fourchette entre 30% et 35%, reflétant la volatilité historique de l'action (à noter que les moyennes les plus longues sont biaisées vers le haut en raison du krach boursier survenu en 2008).

