



GECI INTERNATIONAL

48 bis, avenue Kléber

75116 Paris

.....

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE AVEC
SUPPRESSION DU DROIT PREFERENTIEL DE SOUSCRIPTION ET
D'ATTRIBUTION GRATUITE DE BONS DE SOUSCRIPTION
D'ACTIONS DE LA SOCIETE GECI INTERNATIONAL**

.....

Janvier 2016



BMA

Advisory & Support

11, rue de Laborde
75008 Paris

• tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 •
• fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •
• www.bma-paris.com •



SOMMAIRE

1. CONTEXTE DE L'OPERATION	1
2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	3
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	3
2.2 Déclaration d'indépendance	3
2.3 Rémunération de l'expert	4
2.4 Diligences effectuées par l'expert	4
3. PRESENTATION DE GECI INTERNATIONAL	6
3.1 Bref historique et positionnement stratégique	8
3.2 Performances financières de la Société	8
3.2.1. Performances financières historiques	8
3.2.2. Performances financières prévisionnelles, présentation du plan d'affaires	11
4. EVALUATION DE GECI INTERNATIONAL	13
4.1 Critères et méthodes écartés	13
4.1.1. Actif net comptable	13
4.1.2 Actif net réévalué - ANR	13
4.1.3 Actualisation et capitalisation de dividendes	14
4.1.4 Cours de bourse	14
4.2 Critères et méthodes retenus	14
4.2.1 Evaluation par la méthode des DCF	14
4.2.2 Evaluation par les comparables boursiers à titre de recoupement	17
4.2.3 Evaluation par les transactions comparables	19
4.2.4 Evaluation par les transactions effectuées par la Société	20
4.2.5 Synthèse des méthodes d'évaluation en l'absence d'Opération	21
5. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE L'OPERATION	22
5.1 Mesure de l'effet de dilution	22
5.2 Evaluation de la valeur du BSA attribué aux actionnaires hormis Serge Bitboul, XLP Holding et Air Invest	23
5.2.1 Modalités d'attribution et caractéristiques du BSA	23
5.2.2 Méthodologie d'évaluation des BSA et paramètres retenus	23
5.2.3 Mise en œuvre de la méthode de Black & Scholes et analyses de sensibilité	24



SOMMAIRE

5.3	Evaluation de l'incidence de l'opération d'augmentation de capital pour les actionnaires après attribution gratuite des BSA.....	26
6.	CONCLUSION	26
7.	ANNEXES	28
7.1	Présentation synthétique de l'échantillon de comparables boursiers	28
7.2	Activités et principales caractéristiques des comparables boursiers	29
7.3	Présentation des transactions comparables retenues.....	36



1. CONTEXTE DE L'OPERATION

GECI International (ci-après la « Société » ou « GECI »), société spécialisée dans l'ingénierie, a récemment entamé un processus de redéploiement de ses activités avec le rachat du Groupe Eolen (ci-après « Eolen ») en août 2015.

Cette acquisition marque une première étape du retournement de GECI dont la plupart des activités dans le domaine de l'ingénierie ont été cédées au groupe Alten fin 2013. Cette opération a été réalisée afin de préserver la Société d'une mise en redressement judiciaire provoquée par l'échec, en 2012, du lancement du Skylander (avion polyvalent bi turbopropulseur). GECI envisage aujourd'hui de rétablir sa situation financière déséquilibrée, héritée de cette période. En effet, au 30 septembre 2015, GECI présente des capitaux propres déficitaires à hauteur de 17 M€ et une dette financière nette de 26,6 M€ dont 15,3 M€ de comptes courants actionnaires.

Dans ce contexte, GECI envisage les opérations suivantes (ci-après ensemble « l'Opération ») :

- une augmentation de capital réalisée au prix de 0,55 € réservée à deux actionnaires de GECI, XLP Holding et Air Invest, par incorporation de leurs comptes courants à hauteur de 15,3 M€ ;
- suivie d'une réduction de capital par réduction de la valeur nominale des actions de 0,25 € à 0,04 € ;
- et l'émission de BSA gratuits à l'intention de l'ensemble des actionnaires, chaque BSA donnant droit à 1 action nouvelle ; les BSA, librement cessibles, seront cotés sur Euronext Paris dès leur émission ; le prix d'exercice du BSA est fixé à 0,06 € et la durée d'exercice à 18 mois à compter de la date de cotation. XLP Holding et Serge Bitboul (ci-après « Actionnaires Dirigeants ») et Air Invest se sont engagés à renoncer à l'exercice des BSA qui leurs seront attribués.

La réalisation de l'Opération est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- approbation de l'Opération par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GECI, étant précisé que les Actionnaires Dirigeants et Air Invest s'abstiendront lors de ce vote ;
- octroi par l'AMF d'une dérogation définitive à l'obligation de lancer une offre publique sur les titres de la Société en conséquence de l'augmentation de capital et du franchissement de seuil de 30% par XLP Holding.

Sous réserve de la réalisation de l'Opération, les Actionnaires Dirigeants et Air Invest verront leur participation cumulée s'établir à 63,02% du capital et 68,08% des droits de vote après augmentation de capital et 46,01 % du capital et 51,85% des droits de vote après exercice de l'ensemble des BSA, comme l'expose le tableau ci-après :



Actionnariat	Pré-opération		Augmentation de capital	Post-augmentation de capital		BSA exercable (1)	Post-exercice de BSA	
	Nbre Actions	% capital		Actions	% capital		Actions	% capital
XLP holding	4 592 507	13,5%	20 500 000	25 092 507	40,6%	-	25 092 507	29,7%
Serge Bitboul	4 823 857	14,2%	-	4 823 857	7,8%	-	4 823 857	5,7%
Actionnaires dirigeants	9 416 364	27,7%	20 500 000	29 916 364	48,5%	-	29 916 364	35,4%
Air invest	1 702 793	5,0%	7 300 000	9 002 793	14,6%	-	9 002 793	10,7%
Autres nominatifs	496 107	1,5%	-	496 107	0,8%	496 107	992 214	1,2%
Autres au porteur	22 264 732	65,6%	-	22 264 732	36,1%	22 264 732	44 529 464	52,7%
Auto-détention	61 724	0,2%	-	61 724	0,1%	-	61 724	0,1%
Total	33 941 720	100,0%	27 800 000	61 741 720	100,0%	22 760 839	84 502 559	100,0%

(1) après renonciation de Serge Bitboul, XLP Holding et Air Invest à l'exercice de leurs BSA

Droit de vote (2)	Pré-opération		Augmentation de capital	Post-augmentation de capital		BSA exercable (1)	Post-exercice de BSA	
	Nbre Actions	% capital		Actions	% capital		Actions	% capital
XLP holding	9 185 014	20,4%	20 500 000	29 685 014	40,7%	-	29 685 014	31,0%
Serge Bitboul	9 247 714	20,5%	-	9 247 714	12,7%	-	9 247 714	9,7%
Actionnaires dirigeants	18 432 728	40,9%	20 500 000	38 932 728	53,4%	-	38 932 728	40,7%
Air invest	3 405 586	7,6%	7 300 000	10 705 586	14,7%	-	10 705 586	11,2%
Autres nominatifs	925 410	2,1%	-	925 410	1,3%	496 107	1 421 517	1,5%
Autres au porteur	22 264 732	49,4%	-	22 264 732	30,5%	22 264 732	44 529 464	46,6%
Auto-détention	61 724	0,1%	-	61 724	0,1%	-	61 724	0,1%
Total	45 090 180	100,0%	27 800 000	72 890 180	100,0%	22 760 839	95 651 019	100,0%

(1) après renonciation de Serge Bitboul, XLP Holding et Air Invest à l'exercice de leurs BSA

(2) avant renonciation aux droits de vote double prévue à l'ordre du jour de la prochaine assemblée générale

Compte tenu de l'importance de cette Opération pour la Société et ses actionnaires, de la dilution sensible qui en résulte pour les Actionnaires Minoritaires¹ et en application de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 19 novembre 2015 par GECl en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, de l'Opération pour les Actionnaires Minoritaires de la Société.

Dans le contexte de l'émission de BSA, émettre une opinion sur le caractère équitable de l'opération conduit à comparer la valeur théorique du droit préférentiel de souscription à celle des BSA attribués gratuitement aux Actionnaires Minoritaires de GECl en vue de compenser l'effet de dilution résultant de l'augmentation de capital réservée à XLP Holding et Air Invest.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation d'approuver ou non l'Opération présentée aux actionnaires de GECl.

¹ Les Actionnaires Minoritaires sont définis comme étant les actionnaires historiques à l'exception des actionnaires dirigeants et d'Air Invest.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issu de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte 90 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 18 associés personnes physiques.

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

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

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

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois


Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Systar	Axway	Bryan Garnier
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visiodent	Groupe Visiodent	CM-CIC Securities
oct-14	Offre Publique d'Achat (action, OCEANE)	Club Méditerranée	Gaillon Invest II & Fidelidade	Société Générale, Natixis & CACB
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	ProWebCE	PWCE Participations	Aurel BGC
sept-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Audika	William Demant	Natixis
oct-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilize OBC Corporate
déc-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Efeso Consulting	Partners in Action	BNP Paribas

2.2 Déclaration d'indépendance

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

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;

- 
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 40 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et d'Éric Blache, associés, assistés de Laurent Peny, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Alexis Thura, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 24 novembre au 15 janvier 2016, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

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

- Monsieur Jean-Richard Chen, Directeur administratif et financier de GECI International ;
- Monsieur Antoine Bolzinger, Conseiller GECI International.

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

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité, de la Société et de son marché ;
- iii) les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- iv) les conditions de réinvestissement du dirigeant d'Eolen.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité de GECI International et notamment du groupe Eolen ;
- ii) étudier le contexte général de l'Opération et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Opération ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et de sa filiale Eolen, et étudier l'évolution de leur situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base de son plan d'affaires détaillé à horizon 2018 communiqué par le management de GECI ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) apprécier la valeur de marché du BSA et le comparer à celle du DPS ;
- vii) rédiger notre projet de rapport ;



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

- des comptes semestriels et trimestriels ;
- du détail des contributions aux états financiers par société composant le groupe ;
- du plan d'affaires pour la période d'octobre 2015 à décembre 2018 établi par la Société ;
- des éléments juridiques et financiers liés à l'acquisition d'Eolen ;
- du projet de prospectus relatif à l'Opération.

Nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters, e-Mat et Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente comme, par exemple, les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de comparables boursiers.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de GEI nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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



3. PRESENTATION DE GECI INTERNATIONAL

GECI International (Groupe d'Etudes et Conseils en Ingénierie) est un groupe international de conseil et de développement en ingénierie de haute technologie. Son siège social est situé au 48 bis avenue Kléber dans le 16^{ème} arrondissement de Paris.

Cotée en bourse depuis 2001, d'abord sur le second marché d'Euronext Paris puis sur le compartiment C, la cotation du titre (FR0000079634 GECP) est suspendue depuis le 7 juin 2012 après la mise en redressement judiciaire de sa filiale aviation GECI Aviation.

3.1 Bref historique et positionnement stratégique

Fondée en 1980 par Serge Bitboul pour le calcul informatique des structures dans l'industrie du transport, GECI s'est développée dans les métiers de l'ingénierie de haute technologie dans l'accompagnement de ses clients nationaux et internationaux en leur proposant des profils d'ingénieurs spécialisés, notamment dans la conception et l'utilisation de solutions informatiques.

En 2001, la Société a entamé une diversification dans les activités relatives à la construction aéronautique, incarnée par le lancement du projet Skylander en 2008, projet d'avion polyvalent bi turbopropulseur, destiné au transport de passagers (20) et de fret (3t). L'échec de ce dernier a conduit GECI à abandonner ses activités industrielles dans ce domaine au cours des exercices 2012 et 2013 et à céder, en mars 2014, sa branche d'ingénierie GECI Engineering (650 personnes en Europe) au groupe d'ingénierie Alten afin de faire face à ses passifs.

La Société s'est alors recentrée sur une activité d'ingénierie en Afrique du Sud, dans le secteur de l'énergie via sa filiale anglaise, et en Inde dans le secteur aéronautique. Le chiffre d'affaires de GECI pour son dernier exercice clos en mars 2015 s'est élevé à 1,2 M€.

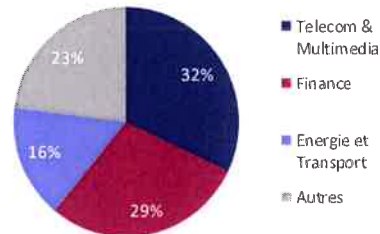
Afin de reprendre son développement, la Société a fait l'acquisition en août 2015 d'Eolen, société de conseil et d'ingénierie créée en 2006. Présente en France et au Brésil, Eolen compte actuellement environ 350 collaborateurs et offre à ses clients les services spécialisés de ses consultants dans quatre principaux secteurs d'activité :

- . Télécoms et Multimédia : Recherche et Développement des systèmes communicants ; architecture, ingénierie et déploiement des réseaux télécoms ; systèmes d'information métiers des opérateurs, développement de services à valeur ajoutée (set-top box, convergence et gestion des contenus multiplateformes...);
- . Finance : gestion des infrastructures IT et support utilisateurs, développement et suivi de projets applicatifs côté MOE (maîtrise d'œuvre après la rédaction des spécificités techniques), support fonctionnel et AMOA (Assistance à maîtrise d'ouvrage) à destination du secteur Banque Assurance ;
- . Energie et Transports : mécanique, systèmes embarqués, systèmes d'information de gestion de données techniques, modélisation et informatique scientifique, support projet.
- . Industrie : Management de projets et de chantiers, procédés, expediting, commissioning,

La Société intervient principalement pour des « grands comptes », notamment des groupes internationaux figurant parmi les leaders sur leur marché.

Eolen a réalisé au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2014 un chiffre d'affaires de 24,9 M€ et a dégagé un résultat d'exploitation de 1,6 M€.

Répartition du CA par secteur d'activité



Source : rapport financier semestriel 2015 / 2016

Compte tenu de sa taille comparée à celle du reste du groupe GECl, Eolen est désormais le principal actif du groupe GECl.

Au 30 septembre 2015, le nouveau groupe GECl - Eolen employait 360 salariés. Au premier semestre clos le 30 septembre 2015, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 3,95 M€, comprenant deux mois d'activité d'Eolen, pour un résultat opérationnel courant en perte de 0,6 M€.

3.2 Performances financières de la Société

3.2.1 Performances financières historiques

a) Evolution de l'activité et de la rentabilité

Comme indiqué dans le tableau ci-après qui retrace l'évolution du résultat de la Société depuis les cinq derniers exercices, le modèle économique de GECI a profondément évolué :

Gecl - en K€	31-mars-11	31-mars-12	31-mars-13	31-mars-14	31-mars-15	30-sept.-2015 6 mois
Chiffre d'affaires net	57 851	60 887	62 639	1 206	1 213	3 955
Résultat opérationnel	1 152	(93 388)	(21 689)	(5 148)	1 050	(615)
en % du chiffre d'affaires	2,0%	-153,4%	-34,6%	-426,9%	86,6%	-15,5%
Résultat net des activités cédées	(172)	-	32 406	25 034	-	-
Résultat financier	(472)	(1 179)	(1 431)	(732)	(605)	(190)
Impôts sur les bénéfices	772	(377)	10	-	-	24
Résultat net consolidé	1 280	(94 944)	9 296	19 154	445	(781)
en % du chiffre d'affaires	2,2%	-155,9%	14,8%	1588,2%	36,7%	-19,7%
dont résultat groupe	1 925	(82 316)	(2 636)	15 184	445	(674)
dont résultat attribuable aux minoritaire	(645)	(12 628)	11 930	3 970	-	(107)

Ainsi, la Société qui clôture son exercice au 31 mars, a dégagé un chiffre d'affaires de l'ordre de 60 M€ jusqu'en 2013, avant la cession de son pôle ingénierie en mars 2014. Puis, après s'être recentrée sur une activité internationale en Afrique du Sud et en Inde, ses revenus ont drastiquement baissé pour atteindre 1,2 M€ pour les exercices clos en mars 2014 et mars 2015. Au 30 septembre 2015, le chiffre d'affaires s'établit à 4 M€, intégrant deux mois d'activité d'Eolen acquis au 1^{er} août (cf. infra).

La rentabilité de la Société est marquée par l'échec de son activité de construction aéronautique avec la mise en redressement judiciaire en octobre 2012 suivie de la liquidation judiciaire de sa filiale Sky Aircraft le 16 avril 2013. Ces événements conduisent à une perte nette proche de 95 M€ en 2012 (principalement des désactivations de coûts de personnels au second semestre 2012 après l'abandon du projet Skylander). Les exercices clos en 2013, 2014 et 2015 sont également atypiques en raison de la cession de l'activité ingénierie à Alten.

S'agissant des comptes semestriels de l'exercice 2015-2016, clos au 30 septembre 2015, l'intégration d'un mois traditionnellement creux (août) et des ajustements de provisions dans l'intégration d'Eolen ont conduit la société à dégager une perte d'exploitation de 0,6 M€ et une perte nette de 0,8 M€. A ce titre, il convient de rappeler qu'une provision de 1,4 M€ au titre de contrôles fiscaux sur le CIR a été comptabilisée.

Afin de mieux appréhender la rupture que provoque l'acquisition d'Eolen, nous reprenons ci-dessous le compte de résultat consolidé certifié de cette société pour les trois derniers exercices :

Eolen - en K€	31-déc.-12	31-déc.-13	31-déc.-14
Chiffre d'affaires net	21 734	24 396	24 906
variation du chiffre d'affaires		12,2%	2,1%
Charges de personnel	(14 748)	(16 360)	(17 133)
Autres charges externes	(6 785)	(7 588)	(6 372)
Impôts et taxes	(667)	(674)	(627)
Ebitda (hors CIR)	(466)	(225)	774
en % du chiffre d'affaires	-2,1%	-0,9%	3,1%
CIR	2 093	1 682	1 400
Autres produits et charges	66	241	86
Dotations nettes aux prov. et amort.	(18)	296	65
Résultat opérationnel avant amortissement du goodwill	1 675	1 993	2 326
en % du chiffre d'affaires	7,7%	8,2%	9,3%
Amortissement du goodwill	(704)	(704)	(704)
Résultat opérationnel après amortissement du goodwill	972	1 289	1 622
en % du chiffre d'affaires	4,5%	5,3%	6,5%
Résultat financier	(188)	(193)	(334)
Résultat exceptionnel	(311)	(234)	(1 013)
Impôts sur les bénéfices	54	83	223
Résultat net consolidé	526	945	498
en % du chiffre d'affaires	2,4%	3,9%	2,0%
dont résultat groupe	416	867	246
dont résultat attribuable aux minoritaires	110	78	251

Après une croissance significative de l'activité en 2013 avec des revenus en hausse de plus de 12 %, Eolen a généré un chiffre d'affaires proche de 25 M€ au titre de son exercice 2014. Sa rentabilité a régulièrement augmenté au cours des trois derniers exercices, notamment en raison d'une hausse du taux journalier moyen. Ainsi, d'un Ebitda déficitaire en 2012 à 0,5 M€ (-2,1% du chiffre d'affaires), la société a redressé sa profitabilité en dégageant un Ebitda positif de 0,8 M€ en 2014 (+3,1 % du chiffre d'affaires).

La rentabilité d'exploitation avant amortissement du goodwill ressort entre 8 % et 9 %, et s'établit ainsi dans la fourchette basse des standards du secteur. Il convient de noter que le résultat opérationnel intègre un CIR de 2 M€ en 2012 qui diminue à 1,4 M€ en 2014.

b) Evolution de la structure financière de GECI

Le bilan fonctionnel de la Société a également profondément évolué selon les exercices et l'activité alors effectuée :

en K€	31-mars-11	31-mars-12	31-mars-13	31-mars-14	31-mars-15	30-sept.-2015 6 mois
Équivalents						5 193
Immobilisations-incorporelles hors goodwill	55 088	2 468	1 888	1	-	4 967
Immobilisations corporelles	4 744	4 057	1 901	-	7	121
Immobilisations financières	675	829	572	-	228	485
Autres	6 849	13 448	13 443	7 757	-	-
Actif d'exploitation	67 336	20 751	17 504	7 758	230	10 746
BFR/EFR	9 451	(11 784)	(18 017)	(3 854)	(233)	2 110
Actif économique	76 787	8 967	(513)	3 904	(3)	12 856
Capitaux propres - part du groupe	48 254	(32 617)	(30 425)	(15 218)	(14 902)	(17 825)
Intérêts minoritaires	558	(2 479)	(3 970)	-	-	866
Total des capitaux propres	48 812	(45 096)	(34 395)	(15 218)	(14 902)	(16 959)
Provisions	5 039	3 055	10 496	634	519	3 201
Comptes courants	732	15 397	16 231	16 163	15 541	15 325
Endettement financier net hors comptes courants	22 204	35 611	7 155	2 325	(1 161)	11 289
Capitaux engagés	76 787	8 967	(513)	3 904	(3)	12 856

L'actif économique au 30 septembre 2015 se compose principalement des écarts d'acquisition non affectés pour 5,1 M€, liés à l'intégration d'Eolen dans GECI. Le solde est composé du besoin en fonds de roulement (BFR) qui n'est que partiellement représentatif de la nouvelle activité, ce dernier intégrant un mois d'août en grande partie chômé.

S'agissant des ressources de la Société, ces dernières demeurent marquées par l'échec du projet Skykander, avec des capitaux propres consolidés significativement négatifs depuis la mise en redressement judiciaire de Sky Aircraft en 2012.

Préalablement à l'acquisition d'Eolen, au 31 mars 2015, le niveau d'endettement financier net se composait uniquement des comptes courants, la société ayant restructuré la totalité de ses financements bancaires après l'abandon de l'activité construction aéronautique. Ces comptes courants sont issus des besoins en financement alors nécessaires au projet Skylander. Au 30 septembre 2015, la dette nette hors comptes courant s'élève à 11 M€, composé principalement de la reprise de la dette bancaire du groupe Eolen pour 7,2 M€ (dont 2 M€ de factor) et 3,7 M€ de dettes d'acquisition (« crédit vendeur² »). Concernant cette dette d'acquisition, le management de GECI a entamé des démarches afin de revoir les conditions d'achat et considère qu'elle ne sera pas décaissée en totalité.

Par ailleurs, au 30 septembre 2015, les comptes de la Société affichent 3,2 M€ de provisions, correspondant à hauteur de 1,8 M€ à des litiges fiscaux, de 0,8 M€ à divers litiges principalement d'ordre prud'homal, et de 0,4 M€ aux engagements envers le personnel (indemnités de fin de carrière). Enfin, il convient de préciser que la Société présente des engagements hors bilan de 18,5 M€ dont le principal pour 17,2 M€ porte sur un litige qui l'oppose à la Région Lorraine³ concernant le remboursement de trois avances consenties par cette dernière à Sky Aircraft pour un montant total de 21,2 M€.

² Page 41 du rapport financier semestriel au 30 septembre 2015 de GECI International

³ Litige pour lequel aucune provision n'est comptabilisée

c) Flux de trésorerie

En termes de flux de trésorerie, il résulte des éléments développés ci-avant des flux de trésorerie erratiques et non pertinents pour anticiper les flux futurs de trésorerie qui seront générés par la Société.

Toutefois, de manière synthétique, on peut rappeler qu'au cours des cinq dernières années la Société a réalisé pour 55 M€ d'investissements financés par « l'exploitation » à hauteur de 8 M€, par recours à l'endettement bancaire pour 21 M€ et par apports des actionnaires à hauteur de 29 M€, dont les 15 M€ de comptes courants qui font aujourd'hui l'objet de l'Opération.

en K€	31-mars-11	31-mars-12	31-mars-13	31-mars-14	31-mars-15	30-sept.-2015 6 mois
<i>Résultat net hors activité abandonnée</i>	1 452	(94 944)	(23 116)	19 154	445	(781)
<i>Dotations nettes aux amortissements et provisions</i>	2 185	4 563	10 022	(2 104)	(115)	299
<i>Intérêts financiers</i>	626	386	1 239	712	563	245
<i>Autres</i>	(325)	52 051	1 634	25 017	37	283
Marge brute d'autofinancement	3 938	(37 934)	(10 215)	42 779	935	46
Variation du BFR (yc. IS)	(7 421)	11 385	10 690	(12 980)	4 132	2 528
Flux de trésorerie liés à l'activité (A)	(3 483)	(26 549)	475	29 799	5 067	2 574
Investissements opérationnels (corp. & incorp.)	(21 294)	(2 280)	(910)	156	(56)	(13)
Variations de périmètre et activités cédées	(172)	-	(458)	(26 017)	-	-
Autres investissements nets de cessions	3 255	452	(733)	(734)	(173)	(6 379)
Flux de trésorerie lié aux opérations d'investissements (B)	(18 211)	(1 828)	(2 101)	(26 595)	(229)	(6 392)
Variation des apports en capital	12 032	(26)	1 635	-	-	-
Variation des apports en comptes courants	(789)	14 692	719	(67)	(229)	733
Variation de l'endettement net (yc. comptes courants)	9 893	16 240	(2 443)	(1 885)	(3 551)	2 462
Flux de trésorerie lié aux opérations de financements (C)	21 136	30 906	(89)	(1 952)	(3 780)	3 195
Variation de la trésorerie	(558)	2 529	(1 715)	1 252	1 058	(623)
Trésorerie d'ouverture	(996)	(1 554)	975	(740)	512	1 570
Trésorerie de clôture	(1 554)	975	(740)	512	1 570	947


3.2.2 Performances financières prévisionnelles, présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux, couvrant la période du 1^{er} octobre 2015 au 31 décembre 2018, a été établi par le management de GECl en septembre 2015 et actualisé en décembre 2015. Il est bâti par consolidation (i) des activités du périmètre résiduel historique de GECl, notamment sa structure de coûts, et (ii) de celles d'Eolen détaillées par secteur d'activité.

S'agissant des activités du périmètre historique, le plan prévoit une contribution nulle des activités en Afrique du Sud et en Inde à la marge opérationnelle et une structure de coûts de « holding »⁴ quasi constante entre 2015 et 2018.

Concernant le périmètre Eolen, consolidé dans GECl à compter du 1^{er} août 2015, les prévisions affichent une croissance annuelle des revenus de l'ordre de 9 % en moyenne entre 2014 (dernier exercice publié) et 2018, comparable à celle du secteur. Cette croissance résulte, d'une part, du nombre de jours facturés, les effectifs progressant de manière significative et, d'autre part, de la progression du taux journalier moyen, les coûts directs de « production » augmentant moins vite que les revenus. Cette évolution correspond à

⁴ En référence au pôle Holding tel que détaillé dans les états financiers de GECl International au 30 mars 2015.



la stratégie de développement et de montée en gamme voulue par le management. Les coûts fixes progressent significativement moins vite que le chiffre d'affaires. En outre, des coûts de restructuration, intégrés au business plan, généreront des économies substantielles dans la structure de coûts du groupe. Enfin, le plan d'affaires intègre un CIR d'un montant de 1 M€ par an, inférieur à celui enregistré par Eolen au cours des trois derniers exercices (cf. supra).

Il en résulte pour l'ensemble, une amélioration des taux de marge d'Ebitda et d'Ebit au cours de la période, mais qui demeure inférieure aux taux de rentabilités constatés pour les entreprises du secteur. Il convient de préciser que ces niveaux de marge sont comparables à ceux constatés dans le groupe Eolen en 2014.

A ce stade, la principale difficulté d'analyse du plan d'affaires réside dans l'estimation des résultats prévisionnels avant impôt des différentes entités juridiques composant le groupe Eolen. En effet, les pourcentages de détention du groupe diffèrent sensiblement au sein du périmètre de consolidation avec pour conséquence une modification de la part du groupe en fonction de l'évolution des résultats individuels et, partant, de la valeur de l'action GECI. Or, le plan a été bâti suivant une logique opérationnelle, c'est-à-dire par activité, ne permettant pas de recoupement avec les entités juridiques.

La répartition du résultat net consolidé au 30 septembre 2015 fait apparaître une quote-part de résultat net attribuable aux minoritaires de 45 %. Néanmoins, cette répartition intègre une détention de 80 % de GECI dans Altona International, société mère du groupe Eolen. Or, les accords liés à l'acquisition d'Eolen prévoient l'acquisition par GECI du solde du capital d'Altona. Dans nos travaux, nous considérons donc que GECI détient dès aujourd'hui la totalité du capital d'Altona, avec pour conséquence un pourcentage d'intérêts minoritaires ramené de 45% à 31,25%.

Enfin, le plan d'affaires prévoit un besoin en fonds de roulement représentant environ 16 % du chiffre d'affaires HT, cohérent avec les taux observés du secteur. Le montant modeste des investissements, de l'ordre de 100 K€ par an, qui témoigne de la faible intensité capitalistique de l'activité, est également en ligne avec les investissements historiques.

En synthèse, nous pouvons donc relever que le plan d'affaires (i) intègre pleinement l'acquisition d'Eolen en ce compris une restructuration, (ii) anticipe une croissance comparable à celle de ses concurrents cotés à périmètre constant mais envisage des taux de rentabilité inférieur et (iii) prévoit une récurrence du CIR.



4. EVALUATION DE GECl INTERNATIONAL

Afin de répondre à l'objectif de notre mission, il convient d'évaluer la Société pour déterminer la valeur théorique du droit préférentiel de souscription qui résulterait de l'augmentation de capital envisagée et par conséquent, la valeur de l'action GECl avant Opération.

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une action s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

A titre liminaire, il convient de rappeler que la valeur d'une société est différente selon que l'on se place avant ou après l'augmentation de capital envisagée à l'occasion de la présente Opération. Une augmentation de capital a deux effets contraires sur la valeur de la Société pour les Actionnaires Minoritaires avec, d'une part, un accroissement de la valeur globale de l'entreprise, et d'autre part, un effet de dilution de la valeur par action.

Les méthodes mises en œuvre au cas d'espèce sont développées dans une optique de continuité d'exploitation en retenant, notamment un taux d'actualisation adapté à des sociétés in bonis. Cependant, la valeur des capitaux propres de GECl est déterminée en maintenant la dette vis-à-vis des actionnaires de 15 M€, l'objet de notre rapport étant d'appréhender les conséquences financières de leur capitalisation pour les Actionnaires Minoritaires.

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les écarts d'acquisition et les éléments incorporels, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne prend en compte ni la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur ni ses perspectives de croissance.

A titre d'information, au 30 septembre 2015, l'actif net comptable consolidé part du groupe, sur la base de 33 879 996 actions (hors autocontrôle), ressort à -0,53 € par action.

4.1.2 Actif net réévalué (ANR)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à ré-estimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.



4.1.3 Actualisation et capitalisation de dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour l'évaluation d'une société non cotée poursuivant une politique de distribution régulière et disposant d'une bonne visibilité sur ses résultats, ce qui n'est pas le cas de GECI.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du taux de rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.1.4 Cours de bourse

L'action GECI International a été introduite sur le second marché d'Euronext en 2001 et est actuellement cotée sur le compartiment C. A la suite des difficultés de la Société, le cours a été suspendu le 7 juin 2012. Outre l'antériorité de la cotation, la Société n'est plus comparable, en termes d'activité et de taille, à ce qu'elle était lors de la suspension. A titre d'illustration, GECI réalisait au titre de son exercice clos en mars 2012 un chiffre d'affaires de l'ordre de 60 M€, dont 10 % en ingénierie spécialisée dans le secteur aéronautique, alors que l'acquisition d'Eolen devrait lui permettre de générer des revenus de l'ordre de 25 M€.

En conséquence, nous avons exclu la référence du cours de bourse.

4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Evaluation par la méthode des DCF

a) Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2015-2018 du plan d'affaires décrit au paragraphe précédent.

Comme indiqué précédemment, nous considérons que ce plan intègre des hypothèses raisonnables s'agissant de la croissance des revenus, sur un rythme équivalent à celui de ses concurrents, et des taux de profitabilité inférieurs au secteur étant rappelé que ce plan intègre un produit de CIR récurrent de l'ordre de 1 M€.

L'actualisation des flux débute au 1^{er} janvier 2016 mais tient compte du flux du 1^{er} octobre 2015 au 31 décembre 2015 (non actualisé). Compte tenu de la croissance de l'activité du dernier exercice de l'horizon explicite, de l'ordre de 11 %, et du taux de croissance à l'infini retenu, soit 1,6 %, nous avons prolongé l'horizon explicite du plan d'affaires de deux ans en conservant le taux de marge opérationnelle prévisionnel 2018 du management.

c) Le taux d'actualisation et de capitalisation

Selon nos calculs, le taux d'actualisation qui correspond à un coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC), s'établit à 10,9 %. Il repose sur les paramètres suivants :

- un bêta hors dette de 0,99, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur 3 ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers (cf. infra) ;
- la moyenne au 30 novembre 2015 sur 6 mois des estimations de la prime de risque anticipée pour les actions composant le SBF 120⁵, selon les abaques du cabinet Fairness Finance, soit 6,62 % ;
- le rendement moyen des OAT TEC10 sur 6 mois, au 30 novembre 2015, soit 0,98 % ;
- une prime de 4 % reflétant l'exigence de rendement accrue de la part des investisseurs pour les sociétés de taille inférieure à la moyenne du SBF 120, déterminée en fonction de la capitalisation boursière et ressortant des abaques de Fairness Finance ;
- un levier financier cible (dette nette / valeur des capitaux propres) égal à 12 % (médiane des comparables boursiers), avec un coût de la dette de 3,0 % avant impôt.

Pour le calcul de la valeur terminale à fin 2020 y compris CIR, nous optons pour une formule de rente à l'infini qui suppose, à marges constantes, un taux de croissance du cash-flow de 1,6 % par an. Ce taux est cohérent avec ceux observés dans les notes d'offre visées par l'AMF et dont la moyenne s'établit à 1,6 % au cours des 6 derniers mois.

Compte tenu de ces hypothèses, le taux de capitalisation du cash-flow normatif s'établit à 9,30 % (10,90 % - 1,60 %).

d) Passage de la valeur présente des flux à la valeur par action

Les éléments constitutifs de la position financière nette et assimilés sont les suivants :

Eléments de passage de la VE à la VCP (K€)	30-sept.-15
Comptes courants	(15 325)
Dette financière	(9 928)
Disponibilités et équivalents	1 139
Position financière nette	(24 114)
Intérêts minoritaires	(5 457)
Provisions	(2 684)
Créances CIR / CICE	4 761
Economies d'impôt	1 344
Autres	(700)
Autres éléments	(2 736)
Total	(26 850)

⁵ Présentant en moyenne 14 Mds€ de capitalisation boursière.



Ces éléments reposent sur les données bilancielle au 30 septembre 2015 qui nous conduisent à formuler les commentaires suivants :

- la position financière nette diffère de celle présentée dans les comptes semestriels à hauteur de 2,5 M€ (26 614 K€), écart qui correspond à la somme que le management de GECl considère ne plus à avoir à décaisser pour le rachat des 20% dans la holding de contrôle d'Eolen ;
- l'évaluation des intérêts minoritaires repose sur un taux de 31,25 % (cf. supra) de la valeur d'entreprise telle que calculée selon la méthode DCF ;
- les provisions d'un montant de 3,2 M€ ont été minorées de la fiscalité (à l'exception des redressements fiscaux sur CIR et Urssaf) ;
- Le montant de CIR de 4,7 M€ correspondant aux CIR 2012 à 2014 et CICE 2013 à 2014, dont 0,8 M€ font l'objet d'une mobilisation ;
- la valeur des économies d'impôts résulte de la consommation sur 5 ans des déficits reportables des sociétés françaises du groupe Eolen d'un montant initial de 1,5 M€ ;
- la rubrique « autres » se compose principalement des dettes moratoriées du Groupe Eolen comptabilisées en dettes d'exploitation dans les états financiers.

Le passage de la valeur présente des flux à la valeur par action est détaillé ci-après :

Valeur des capitaux propres DCF	K€
Valeur présente des flux de trésorerie hors CIR	(3 556)
Valeur présente de la valeur terminale hors CIR	9 285
Valeur présente des flux de trésorerie CIR	3 980
Valeur présente de la capitalisation du CIR à l'infini	6 410
Valeur d'entreprise	16 119
Position financière nette	(24 114)
Autres éléments	(2 736)
Valeur des capitaux propres	(10 731)
Nombre d'actions (net de l'autocontrôle)	33 880
Valeur en € par action	(0,32) €

La valeur centrale de l'action obtenue par la méthode des DCF ressort négative à 0,32 € par action GECl.

e) Analyses de sensibilité

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

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

		CMPC				
		9,90%	10,40%	10,90%	11,40%	11,90%
g [∞]	1,20%	(0,27) €	(0,30) €	(0,33) €	(0,35) €	(0,37) €
	1,40%	(0,27) €	(0,30) €	(0,32) €	(0,35) €	(0,37) €
	1,60%	(0,26) €	(0,29) €	(0,32) €	(0,34) €	(0,36) €
	1,80%	(0,25) €	(0,28) €	(0,31) €	(0,34) €	(0,36) €
	2,00%	(0,24) €	(0,27) €	(0,30) €	(0,33) €	(0,35) €

- Taux d'actualisation / Variation du taux de marge d'Ebit de la valeur terminale

		CMPC				
		9,90%	10,40%	10,90%	11,40%	11,90%
Variation taux de marge d'Ebit	-1,00%	(0,30) €	(0,33) €	(0,35) €	(0,37) €	(0,39) €
	-0,50%	(0,28) €	(0,31) €	(0,33) €	(0,36) €	(0,38) €
	0,00%	(0,26) €	(0,29) €	(0,32) €	(0,34) €	(0,37) €
	0,50%	(0,24) €	(0,27) €	(0,30) €	(0,33) €	(0,35) €
	1,00%	(0,22) €	(0,25) €	(0,28) €	(0,31) €	(0,34) €

- Taux d'actualisation / Variation du montant de CIR

		CMPC				
		9,90%	10,40%	10,90%	11,40%	11,90%
CIR	800	(0,30) €	(0,33) €	(0,36) €	(0,38) €	(0,40) €
	900	(0,28) €	(0,31) €	(0,34) €	(0,36) €	(0,38) €
	1 000	(0,26) €	(0,29) €	(0,32) €	(0,34) €	(0,36) €
	1 100	(0,23) €	(0,27) €	(0,30) €	(0,32) €	(0,35) €
	1 200	(0,21) €	(0,25) €	(0,28) €	(0,30) €	(0,33) €

Ces différentes simulations permettent d'établir que les valeurs issues des analyses de sensibilité s'inscrivent toutes dans une fourchette comprise entre -0,36 € et -0,27 €

4.2.2 Evaluation par les comparables boursiers à titre de recoupement

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de sept sociétés de services spécialisées en génie informatique, dont les caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.1 et 7.2 pour lesquelles nous avons calculé les multiples implicites extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 21 décembre 2015. Il en ressort les multiples d'Ebit suivants :

Société	VE (en M€)	VE / EBIT (x)			
		2014	2015	2016	2017
Akka Technologies Sa	81	15,5x	12,7x	9,2x	7,6x
Alten Sa	1 756	13,3x	11,6x	10,6x	10,0x
Aubay Sa	597	29,4x	25,3x	22,6x	20,8x
Ausy Sa	460	13,3x	11,6x	10,6x	10,0x
Sogclair Sa	56	6,7x	14,8x	8,8x	6,0x
Altran Technologies Sa	2 104	12,8x	11,7x	10,3x	9,3x
Sopra Steria Group Sa	3 277	22,1x	15,5x	12,5x	10,4x
Moyenne	1 190	16,1x	14,7x	12,1x	10,6x
Médiane	597	13,3x	12,7x	10,6x	10,0x

Appliqués aux agrégats de GECl en 2017 et 2018 issus du plan d'affaires du management, que nous privilégions dans la mesure où, sur ces exercices, la Société intègre la totalité de l'effet de l'acquisition d'Eolen et atteint un niveau de profitabilité comparable à celle de ses concurrents, ces multiples permettent d'approcher les valeurs d'entreprise suivantes :

en K€	EBIT y compris CIR			
	2014 r*	2016 e	2017 e	2018 e**
	Janv. - Dec	Janv. - Dec	Janv. - Dec	Janv. - Dec
Agrégats GECl International	2 326	1 574	2 516	3 128
Multiple avant décote	13,3 x	10,6 x	10,0 x	9,1 x
Multiple après décote	10,6 x	8,5 x	8,0 x	7,2 x
VE	24 716	13 383	20 227	22 672

* Aucune donnée pro forma 2015 regroupant GECl et Eolen pour un exercice 12 mois n'est disponible, en conséquence nous présentons en 2014 les agrégats d'Eolen seuls et pour 2016 les agrégats regroupés de GECl et Eolen.

** Multiple 2018 extrapolé à partir du multiple 2017 issu de l'échantillon

Il convient de noter que compte tenu (i) de l'écart de taille entre GECl et les sept sociétés cotées comparables composant notre échantillon d'une part, et (ii) de l'absence de liquidité actuelle du titre GECl, nous avons appliqué une décote sur les multiples issus de l'échantillon de l'ordre de 20%.

Sur la base de ces éléments, la valeur des capitaux propres de GECl s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre -0,20 € et -0,12 €, avec une valeur centrale de -0,16 €, comme détaillé dans le tableau ci-dessous :

Valeur des capitaux propres (K€)	Min	Centrale	Max
VE/Ebit	20 227		22 672
Valeur d'entreprise retenue	20 227	21 449	22 672
Position financière nette		(24 114)	
Autres éléments		(2 736)	
Valeur des capitaux propres	(6 624)	(5 401)	(4 178)
Nombre d'action (net de l'autocontrôle)	33 880	33 880	33 880
Valeur en € par action	-0,20 €	-0,16 €	-0,12 €

Du fait du caractère imparfait de cet échantillon, en termes d'activité principalement, ces résultats ne sont présentés qu'à titre de recoupement.

4.2.3 Evaluation par les transactions comparables

Pour cette approche, nous avons sélectionné un échantillon de huit transactions portant sur des sociétés actives dans l'assistance informatique, dont les caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.3. Il en ressort les multiples de CA, d'Ebitda et d'Ebit, suivants :

	VE/CA retenu	VE/CA		VE/ EBITDA	VE/EBITDA		VE/EBIT retenu	VE/EBIT	
		N	N-1		N	N-1		N	N-1
Echantillon									
Moyenne	1,2x	1,3x	0,8x	8,8x	10,1x	8,5x	13,2x	11,9x	12,9x
Mediane	0,7x	1,1x	0,6x	8,6x	10,4x	8,5x	8,3x	7,2x	8,9x

Après prise en compte d'une décote sur ces multiples, déterminée par analogie avec les multiples extériorisés par les sociétés comparables cotées de notre échantillon (cf. supra), nous avons calculé une valeur d'entreprise sur la base des agrégats de GECI 2017 et 2018 issus du plan d'affaires :

en K€	EBIT 2017	EBIT 2018
Agrégats GECI International	2 516	3 128
.....		
Multiple VE	6,3 x 15 796	5,7 x 17 706
.....		

Sur la base de ces éléments, la valeur des capitaux propres de GECI s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre -0,33 € et -0,27 €, avec une valeur centrale de -0,30 €, comme détaillé dans le tableau ci-dessous :

Valeur des capitaux propres (K€)	Min	Centrale	Max
VE/Ebit	15 796		17 706
Valeur d'entreprise retenue	15 796	16 751	17 706
Position financière nette		(24 114)	
Autres éléments		(2 736)	
Valeur des capitaux propres	(11 054)	(10 099)	(9 144)
Nombre d'action (net de l'autocontrôle)	33 880	33 880	33 880
Valeur en € par action	(0,33) €	(0,30) €	(0,27) €

4.2.4 Evaluation par les transactions effectuées par la Société

Au cours de son histoire récente, le management de GECl a réalisé deux opérations majeures dans l'activité d'ingénierie :

- la cession en 2012 à Alten de sa propre activité d'ingénierie, alors spécialisée dans le secteur aéronautique,
- l'acquisition en août 2015 d'Eolen.

Ces deux transactions ont été réalisées à l'issue d'un processus structuré et concurrentiel de négociation, mais dans un contexte contraint par des difficultés financières. Les multiples issus de ces opérations extériorisent certainement une fourchette basse de valorisation, notamment concernant la cession d'Alten. S'agissant de l'acquisition d'Eolen, la structuration de la transaction comporte des éléments d'incertitude rendant difficile l'extériorisation d'un multiple fiable (contexte de difficultés financières, montant du crédit-vendeur incertain, situation comptable d'acquisition non finalisée ...).

Ils se présentent comme suit :

	VE / CA retenu	VE / CA		VE / EBIT retenu	VE / EBIT	
		N	N-1		N	N-1
Alten	0,4x	0,5x	0,4x	5,5x	5,5x	(101,3x)
Eolen	0,7x	0,7x	0,7x	12,4x	11,0x	13,8x

** les informations actuellement disponible ne permettent pas de déterminer un Ebitda fiable*

Sur cette base, les prix payés par GECl lors de ses opérations de cession / acquisition ne sont pas de nature à remettre en cause les valorisations développées supra.

Toutefois, compte tenu du contexte particulier des transactions évoqué supra, cette approche n'est présentée qu'à titre de recoupement.

4.2.5 Synthèse des méthodes d'évaluation en l'absence d'Opération

Avant l'augmentation de capital réservée aux Actionnaires Dirigeants et à Air Invest et avant attribution gratuite aux actionnaires actuels de bons de souscription d'actions, nous retenons une fourchette de -0,36 € à -0,12 €, une fourchette large qui s'explique par les incertitudes résultant de l'acquisition d'Eolen (croissance anticipée de l'activité, restauration des marges, dette d'acquisition, pérennité du CIR...). Cette fourchette, qui correspond aux valeurs basses de l'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie et haute des comparables boursiers, figure dans le tableau ci-dessous :

	Valeur par action pre-money		
	basse	centrale	haute
DCF	(0,36) €	(0,32) €	(0,27) €
Comparables boursiers	(0,20) €	(0,16) €	(0,12) €
Transactions comparables		(0,30) €	
Actifnet comptable (présenté pour mémoire)		(0,53) €	

	Valeur par action post-money		
	basse	centrale	haute
DCF	0,05 €	0,07 €	0,10 €
Comparables boursiers	0,14 €	0,16 €	0,18 €
Transactions comparables		0,08 €	
Actifnet comptable (présenté pour mémoire)		(0,04) €	

Il convient de noter que les valeurs découlant des différentes approches d'évaluation reposent sur une position financière nette intégrant une réduction significative du montant dû au titre du crédit vendeur et aucun passif potentiel lié au litige en cours avec la région Lorraine.

Ces valeurs sont toutefois conditionnées par la réussite de l'Opération, nécessaire à la Société pour assurer une reprise normale de son exploitation notamment au regard de ses clients et de ses financeurs actuels et futurs.

5. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE L'OPERATION

Afin d'apprécier le caractère équitable de l'Opération, il convient de mesurer l'incidence, pour les Actionnaires Minoritaires, de la montée au capital de la Société, des Actionnaires Dirigeants et du fonds Air Invest qui, conjointement, verront leur participation croître de 33 % à 63 %, puis de comparer cet effet de dilution à l'avantage procuré par l'attribution gratuite de BSA à ces mêmes Actionnaires Minoritaires.

5.1 Mesure de l'effet de dilution

Mesurer l'effet de dilution revient à calculer la valeur théorique du droit préférentiel de souscription (DPS) auquel aurait donné droit chaque action ancienne à l'occasion de l'augmentation de capital si elle n'avait pas été réservée aux Actionnaires Dirigeants et Air Invest.

La valeur mathématique d'un DPS est calculée selon la formule suivante :

$$DPS = (V - P) \times \frac{Ne}{Na + Ne}$$

Où :

V : valeur de marché par action ancienne

P : prix d'émission par action nouvelle

Na : nombre d'actions anciennes

Ne : nombre d'actions nouvelles émises

Appliquée à l'augmentation de capital de GECI, sur la base de la valeur de marché centrale par action déterminée au chapitre précédent, fixée pour des raisons pratiques à **-0,30 €**, le calcul est le suivant :

$$DPS = (-0,30 - 0,55) \times \frac{27\,800\,000}{61\,741\,720}$$

Soit :

$$DPS = -0,38 \text{ €}$$

Au cas d'espèce, l'absence de DPS entraîne pour les Actionnaires Minoritaires de GECI un « gain de valeur » de leur investissement au détriment de XLP holding et Air Invest dans la mesure où la valeur de marché du DPS est négative, qui se détaille de la manière suivante :

Actionnariat	Nombre de titres	Valeur par action	Valeur de l'investissement	Valeur de marché	+/- valeur par action	+/- valeur globale
XLP holding (actions nouvelles)	20 500 000	0,55 €	11 275 000 €	1 695 829 €	-0,47 €	(9 579 171 €)
XLP holding (actions anciennes)	4 592 507	-0,30 €	(1 377 752 €)	379 908 €	0,38 €	1 757 660 €
Serge Bitboul (actions anciennes)	4 823 857	-0,30 €	(1 447 157 €)	399 046 €	0,38 €	1 846 203 €
Actionnaires dirigeants	29 916 364	0,28 €	8 450 091 €	2 474 783 €	-0,20 €	(5 975 308 €)
Air invest (actions nouvelles)	7 300 000	0,55 €	4 015 000 €	603 881 €	-0,47 €	(3 411 119 €)
Air invest (actions anciennes)	1 702 793	-0,30 €	(510 838 €)	140 861 €	0,38 €	651 699 €
Air invest	9 002 793	0,39 €	3 504 162 €	744 742 €	-0,31 €	(2 759 421 €)
Autres actionnaires (actions anciennes)	22 822 563	-0,30 €	(6 846 769 €)	1 887 960 €	0,38 €	8 734 729 €
Total	61 741 720	0,08 €	5 107 484 €	5 107 484 €		

En fonction de la valeur retenue pour l'action GECI avant l'augmentation de capital (pre money), la valeur après l'augmentation de capital réservée (post money) et le gain / perte de valeur pour les actionnaires hormis XLP holding et Air Invest, évoluent de la manière suivante :

Valeur de l'action Geci		Effet de dilution par action anc.
pre money	post money	
-0,45 €	0,00 €	-0,55 €
-0,35 €	0,06 €	-0,49 €
-0,30 €	0,08 €	-0,47 €
-0,25 €	0,11 €	-0,44 €
-0,12 €	0,18 €	-0,37 €

* -0,45 € la valeur pre-money extériorisant une valeur post-money nulle

** -0,30 € la fourchette centrale du DCF

*** -0,12 € la fourchette haute de valorisation

5.2 Evaluation de la valeur du BSA attribué aux actionnaires hormis Serge Bitboul, XLP Holding et Air Invest

5.2.1 Modalités d'attribution et caractéristiques des BSA

Le Protocole prévoit l'attribution gratuite à tous les actionnaires existants, hormis Serge Bitboul, XLP Holding et Air Invest qui renoncent au bénéfice de cette attribution, de 1 BSA pour 1 action ancienne détenue, chaque BSA donnant droit de souscrire des actions nouvelles au prix de 0,06 euros. Le nombre de BSA à attribuer est donc de 22 760 839 (hors actions d'autocontrôles), offrant la possibilité de créer autant d'actions.

Les BSA sont attribués au moment de la réalisation de l'augmentation de capital souscrite par XLP holding et Air Invest. A cette date, ils seront librement cessibles et négociables sur Euronext Paris, et exerçables pendant une durée de 18 mois. Chaque BSA permet de souscrire à une action nouvelle au prix de 0,06 €.

5.2.2 Méthodologie d'évaluation des BSA et paramètres retenus

L'évaluation des BSA est réalisée en utilisant le modèle de Black & Scholes, qui définit la valeur d'une option d'achat européenne (ou call européen) comme suit :

$$C = V \times N(d1) - P \times N(d2) \times e^{-rt}$$

Avec :

$$d1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{P}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times t}{\sigma \times \sqrt{t}}$$

Et :

$$d2 = d1 - (\sigma \times \sqrt{t})$$



Où :

V : valeur de marché l'actif sous-jacent

σ : volatilité de l'actif sous-jacent

P : prix d'exercice par action nouvelle

r : taux sans risque

N : fonction de répartition d'une loi centrée réduite

t : durée résiduelle de l'option

Dans la mesure où il est exerçable à tout moment jusqu'à l'échéance, le call est dit américain alors que le modèle de Black & Scholes est adapté à la valorisation d'une option européenne. Cependant, en l'absence de versement de dividende, ce qui est prévu par GECI, l'exercice d'un call américain avant échéance est sous-optimal⁶. L'hypothèse de l'exercice du call à l'échéance revient donc à évaluer une option européenne, ce qui autorise l'utilisation du modèle de Black & Scholes sans avoir à utiliser la procédure d'approximation de Black. En outre, étant dans la monnaie, la valeur temps n'a que peu d'incidence sur la valeur de l'option.

D'autre part, les BSA à attribuer étant assimilables à des calls émis par une société sur ses propres titres, il convient d'ajuster la valeur de l'actif sous-jacent de la valeur du call et de tenir compte de la dilution potentielle engendrée par la création de 22,8 millions d'actions nouvelles, s'ajoutant aux 61,72 millions d'actions existantes après l'augmentation de capital réservée (facteur de dilution de 37% appliqué à la valeur du call pour obtenir la valeur du BSA).

Enfin, au-delà de la prise en compte du taux sans risque, il est retenu un taux *repo* de 2 % (taux de prêt - emprunt de titres), assimilé à un dividende payé à échéance.

Les autres paramètres d'évaluation sont les suivants :

- a) Valeur de marché de l'actif sous-jacent avant ajustement de la valeur de l'effet de dilution du BSA : 0,08 €, en valeur centrale, post augmentation de capital réservée à XLP holding et Air Invest et compte tenu d'une valeur de marché pre money de -0,30 € par action.
- b) Prix d'exercice : 0,06 € par action nouvelle.
- c) Taux sans risque (OAT) : - 0,32 % par an.
- d) Durée résiduelle de l'option : 1 an.
- e) Volatilité : la volatilité retenue est comprise entre 30 % et 60 %, avec une valeur centrale à 45%.

La volatilité historique de sociétés comparables à GECI (Akka Technologies, Alten, Aubay , Ausy, Sogclair, Altran, et Sopra Steria Group) s'inscrit dans une fourchette moyenne de 23 % (20 jours) à 31 % (5 ans). Par interpolation, nous obtenons une volatilité cible de 28% correspondante à la période de jouissance du BSA, soit 18 mois. Néanmoins, GECI nous paraît présenter un profil de risque significativement supérieur, nous avons donc considéré une volatilité minimum de 30% que nous avons fait varier jusqu'à 60%.

⁶ Options, futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition, John Hull, p. 279

5.2.3 Mise en œuvre de la méthode Black & Scholes et analyses de sensibilité

Sur la base des paramètres retenus, la valeur du BSA, dont les éléments de calcul sont présentés ci-dessous, ressort à 0,024 € :

Libellé	Valeurs
Valeur du sous-jacent	0,080 €
Valeur du sous-jacent ajusté (1)	0,089 €
Prix d'exercice	0,060 €
Taux sans risque	-0,32%
Volatilité	45,0%
Durée d'exercice en années	1,50
Taux repo	2,00%
d1	0,9402
d2	0,3783
N(d1)	0,8264
N(d2)	0,6474
Valeur d'un call	0,033 €
Valeur d'un BSA	0,024 €

(1) Calculé par itération afin de tenir compte de l'accroissement de valeur lié au paiement du prix d'exercice

Les paramètres les plus structurants de la valeur du BSA sont la valeur du sous-jacent et la volatilité. Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la valeur du BSA à ces deux variables :

Sensibilité de la valeur du BSA						
		Volatilité				
		30,0%	40,0%	45,0%	50,0%	60,0%
Valeur de Geci post money	0,000	0,000 €	0,000 €	0,000 €	0,000 €	0,000 €
	0,080	0,021 €	0,023 €	0,024 €	0,025 €	0,028 €
	0,110	0,047 €	0,048 €	0,049 €	0,049 €	0,052 €
	0,180	0,112 €	0,112 €	0,112 €	0,112 €	0,113 €

5.3 Evaluation de l'incidence de l'opération d'augmentation de capital pour les actionnaires après attribution gratuite des BSA

Les travaux présentés précédemment aboutissent à une valeur du DPS négative de 0,38 € compte tenu d'une valeur intrinsèque de l'action avant augmentation de capital de -0,30 €. Autrement dit, l'opération d'augmentation de capital réservée est favorable à l'Actionnaire Minoritaire quelle que soit la valeur du BSA.

Nos travaux conduisent à retenir une valeur centrale du BSA de 0,024 € qui, compte tenu de la parité de 1 BSA pour 1 action, correspond à l'avantage financier par action ancienne GECl supplémentaire accordé au seul Actionnaire Minoritaire.

6. CONCLUSION

L'appréciation du caractère équitable de l'Opération envisagée nécessite (i) de procéder à l'évaluation de GECI International préalablement à l'augmentation de capital réservée à XLP Holding et Air Invest, (ii) de déterminer le coût résultant de la dilution pour les Actionnaires Historiques de GECI, et (iii) d'apprécier l'avantage conféré aux actionnaires actuels de la Société par l'attribution gratuite des BSA par rapport au coût de la dilution.

A titre liminaire, il convient de rappeler qu'en l'absence de l'augmentation de capital envisagée, la Société n'est pas en mesure de faire face à sa dette ; aussi, en tout état de cause, un renforcement des fonds propres s'imposait-il, quelle que soit sa forme, pour assurer sa pérennité.

S'agissant de l'évaluation de GECI, nos travaux conduisent à une valeur théorique⁷ par action négative, comprise dans une fourchette large de -0,36 à -0,12 € qui traduit les incertitudes liées à l'acquisition du groupe Eolen. Il découle de cette évaluation, une valeur unitaire du DPS également négative, estimée à -0,38 € sur la base d'une valeur pre money par action de -0,30 €, ce qui signifie que, compte tenu de la valeur de marché de l'action et du prix d'émission des actions nouvelles, l'augmentation de capital réservée a un effet positif sur la valeur patrimoniale de la participation dans GECI des actionnaires qui n'y participent pas.

A ce stade, l'Opération envisagée était donc déjà équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires puisque l'augmentation de capital réservée a pour effet de réévaluer leur participation de -0,30 € par action à une valeur de 0,08 € par action GECI. Néanmoins, les souscripteurs à l'augmentation de capital réservée ont souhaité dédommager, dans une certaine mesure, les Actionnaires Minoritaires dont la participation est illiquide depuis juin 2012, en leur attribuant, gratuitement et à eux seuls⁸, des BSA dont le prix d'exercice est fixé à 0,06 € dans une proportion de 1 action pour 1 BSA.

Il résulte de cette attribution un gain supplémentaire estimé de 0,024 €, portant l'avantage théorique total des Actionnaires Minoritaires à 0,40 € par action GECI (0,38+0,02). La valeur de l'action pour l'Actionnaire Minoritaire ne pouvant être négative, son gain financier réel se compose de la valeur de l'action et de celle du BSA, lesquelles seront véritablement connues lors de la reprise de cotation de l'action et lors de la cotation du BSA.

En conséquence, notre opinion est que le prix unitaire de 0,55 € retenu pour l'émission des 27 800 000 actions GECI rémunérant l'augmentation de capital d'un montant de 15,3 M€ prime incluse, réservée à XLP Holding et à Air Invest, libérée par incorporation de leurs créances, est équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires de GECI International.

Fait à Paris, le 15 janvier 2016

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal

Associés



Eric Blache

⁷ Théorique car au pire, la valeur est nulle pour l'Actionnaire Minoritaire

⁸ Il est prévu que les Actionnaires Dirigeants et Air Invest renoncent à l'exercice de leurs BSA



7. ANNEXES

7.1 Présentation synthétique de l'échantillon de comparables boursiers

Société	Devise de référence	Clôture annuelle	CA (en M€)				TMVA 14-17
			2014	2015	2016	2017	
Akka Technologies Sa	EUR	31-déc.-14	885,6	989,0	1 095,4	1 151,0	9,1%
Alten Sa	EUR	31-déc.-14	1 373,2	1 537,0	1 625,0	1 694,3	7,3%
Aubay Sa	EUR	31-déc.-14	243,3	271,6	285,1	297,1	6,9%
Ausy Sa	EUR	31-déc.-14	340,9	389,5	474,5	494,2	13,2%
Sogeclair Sa	EUR	31-déc.-14	114,4	123,6	128,5	139,5	6,8%
Altran Technologies Sa	EUR	31-déc.-14	1 756,3	1 942,4	2 062,9	2 158,4	7,1%
Sopra Steria Group Sa	EUR	31-déc.-14	2 280,4	3 586,6	3 764,4	3 887,9	19,5%

Source : Thomson Reuters

Société	EBITDA (en M€)				Marge d'EBITDA			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Akka Technologies Sa	72,5	76,5	97,6	111,7	8,2%	7,7%	8,9%	9,7%
Alten Sa	142,0	163,4	177,3	187,3	10,3%	10,6%	10,9%	11,1%
Aubay Sa	20,3	26,1	28,3	30,5	8,3%	9,6%	9,9%	10,3%
Ausy Sa	29,5	36,4	43,8	47,3	8,7%	9,4%	9,2%	9,6%
Sogeclair Sa	13,4	9,1	11,7	14,6	11,7%	7,4%	9,1%	10,5%
Altran Technologies Sa	182,4	206,1	234,3	257,1	10,4%	10,6%	11,4%	11,9%
Sopra Steria Group Sa	286,9	282,3	332,6	379,7	12,6%	7,9%	8,8%	9,8%

Source : Thomson Reuters

Société	EBIT (en M€)				Marge d'EBIT			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Akka Technologies Sa	43,3	52,9	73,1	87,6	4,9%	5,3%	6,7%	7,6%
Alten Sa	132,2	151,6	165,3	174,8	9,6%	9,9%	10,2%	10,3%
Aubay Sa	20,3	23,6	26,5	28,7	8,3%	8,7%	9,3%	9,6%
Ausy Sa	34,6	39,7	43,3	45,8	10,2%	10,2%	9,1%	9,3%
Sogeclair Sa	8,4	3,8	6,4	9,4	7,3%	3,1%	5,0%	6,7%
Altran Technologies Sa	164,6	179,3	204,6	225,5	9,4%	9,2%	9,9%	10,4%
Sopra Steria Group Sa	148,2	211,3	262,1	316,4	6,5%	5,9%	7,0%	8,1%

Source : Thomson Reuters



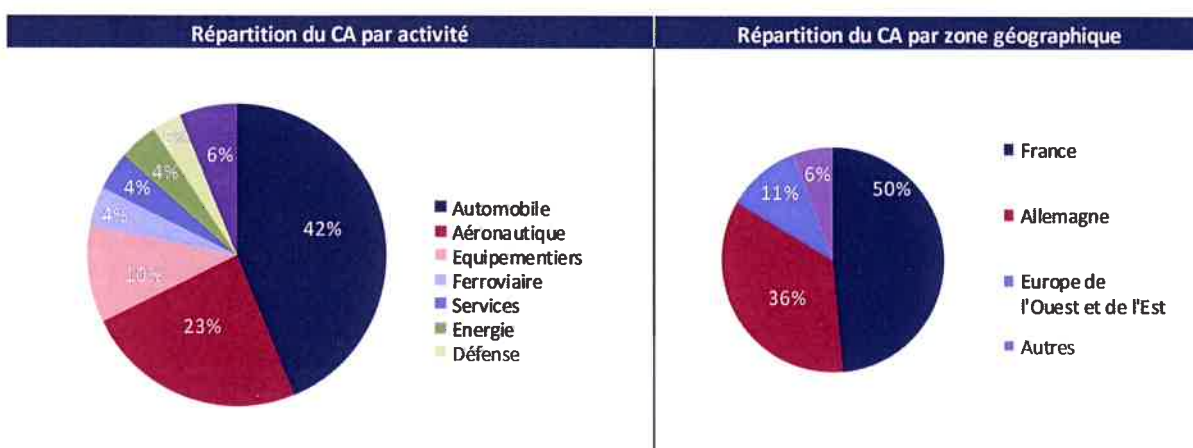
7.2 Activités et principales caractéristiques des comparables boursiers



Akka Technologies

Akka Technologies est un groupe international spécialisé dans les prestations de conseil et d'ingénierie en hautes technologies qui compte près de 11 000 employés. Il accompagne les grands acteurs industriels et tertiaires sur l'ensemble de leurs processus d'innovation et du cycle de vie de leurs produits, de l'étude à la mise en production. Son offre globale porte sur sept expertises métiers dont:

- l'ingénierie système;
- l'ingénierie mécanique;
- l'ingénierie process;
- l'ingénierie documentaire;
- les logiciels embarqué et électronique;
- les système d'information;
- le management consulting.

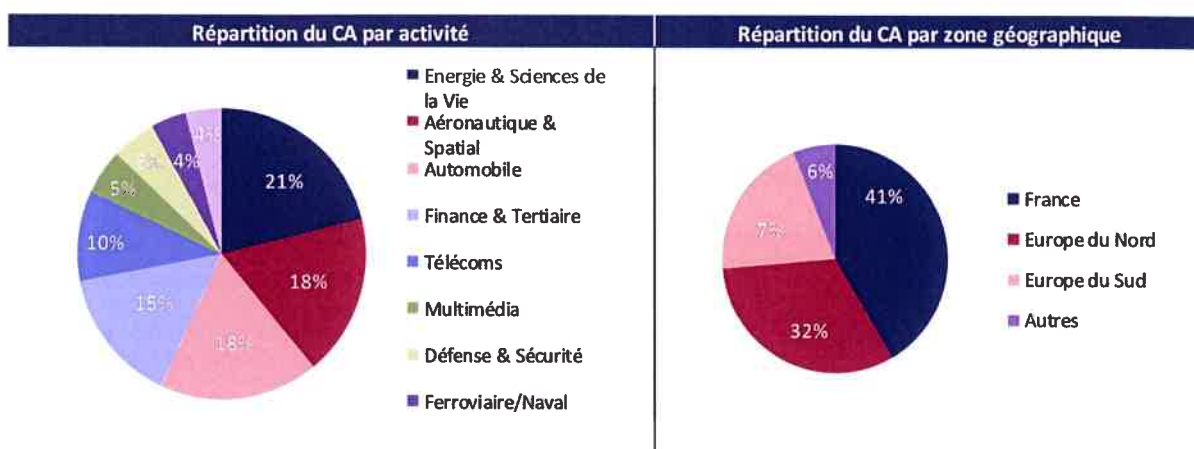


Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	886	989	1 095	1 151
EBIT	43	53	73	88
En % du chiffre d'affaires	4,9%	5,3%	6,7%	7,6%
Capitalisation boursière	532			
Valeur d'entreprise	669			



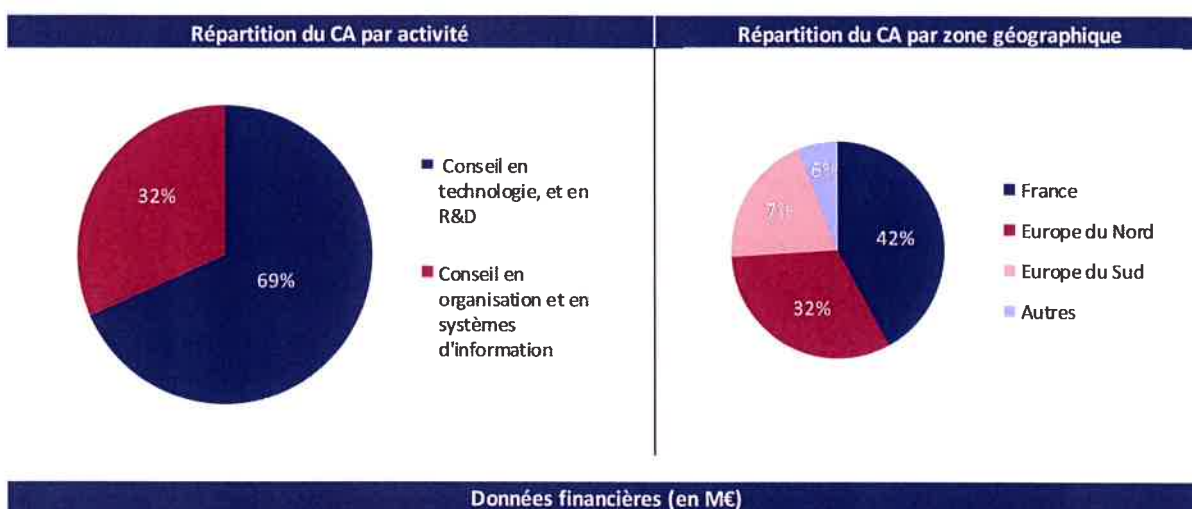
Créée en 1988, Alten est une société de services technologiques positionnée sur les métiers de l'ingénierie et du conseil en hautes technologies. Présente dans 20 pays, elle assure ses prestations auprès des directions techniques et des directions de systèmes d'information des grands comptes industriels, télécoms et tertiaires. Alten couvre l'ensemble du cycle de développement grâce à ses filiales spécialisées, et propose plusieurs niveaux d'offres allant du conseil technologique à la réalisation de projets externalisés.



Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	1 373	1 537	1 625	1 694
EBIT	132	152	165	175
En % du chiffre d'affaires	9,6%	9,9%	10,2%	10,3%
Capitalisation boursière	1 783			
Valeur d'entreprise	1 753			

Fondé en 1982, Altran Technologies est un groupe mondial de conseil en innovation et ingénierie avancée. Présent dans plus de 20 pays répartis entre l'Europe, l'Asie et les Amériques, il intervient auprès des plus grands acteurs des secteurs aérospatial, automobile, énergie, ferroviaire, finance, santé et télécommunications, et propose un accompagnement global des projets de ses clients, depuis les phases du plan stratégique en matière de technologies nouvelles jusqu'aux phases d'industrialisation.



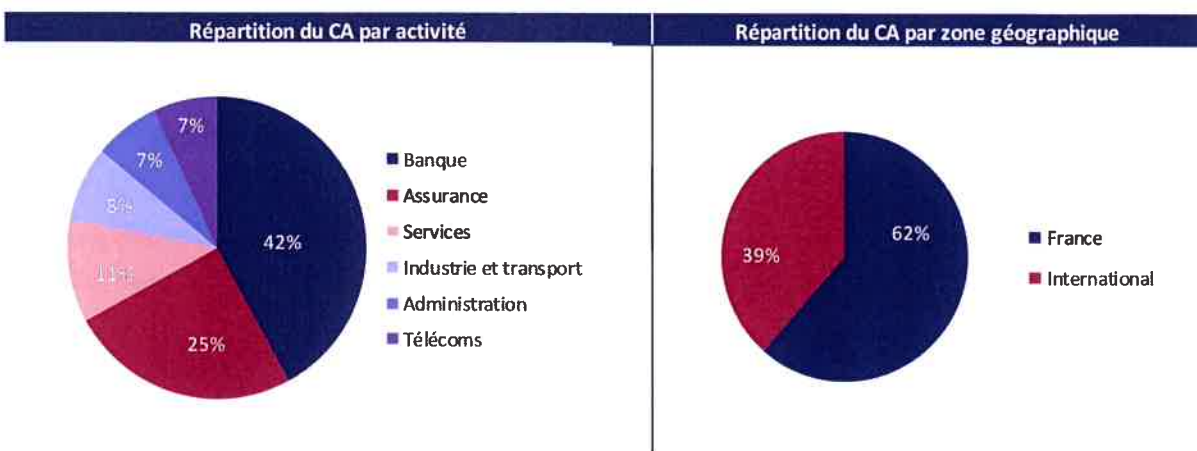
Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	1 756	1 942	2 063	2 158
EBIT	165	179	205	226
En % du chiffre d'affaires	9,4%	9,2%	9,9%	10,4%
Capitalisation boursière	2 115			
Valeur d'entreprise	2 103			



Fondé en 1998 et basé à Paris, Aubay est une Entreprise de Service Numérique opérant sur tous les marchés, principalement auprès des grandes banques et assureurs, en France comme en Europe. Son activité s'organise autour des quatre pôles suivants:

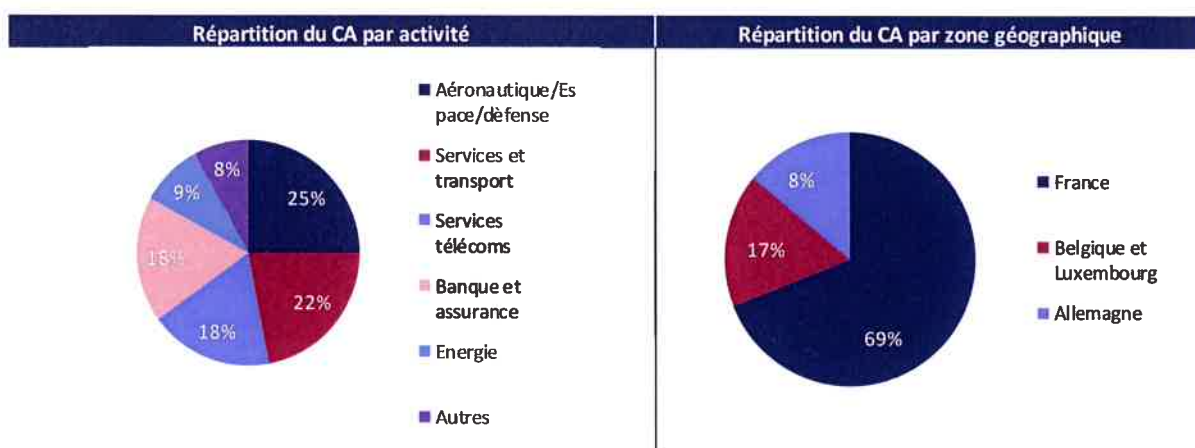
- prestations de conseil technologique;
- prestations d'ingénierie;
- prestations de maintenance;
- prestations d'infogérance;



Données financières (en M€)

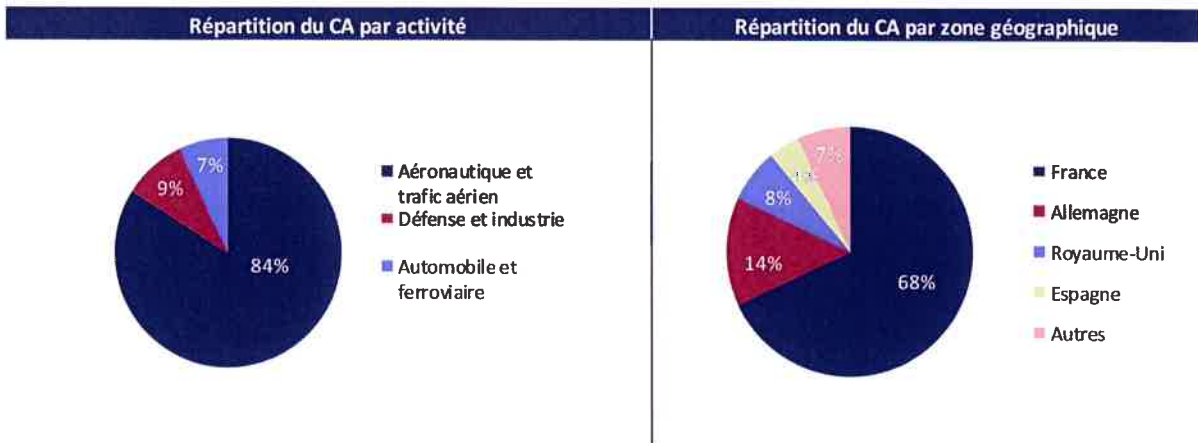
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	243	272	285	297
EBIT	20	24	26	29
En % du chiffre d'affaires	8,3%	8,7%	9,3%	9,6%
Capitalisation boursière	589			
Valeur d'entreprise	597			

Ausy est un groupe international de conseil et d'ingénierie en hautes technologies, disposant de plus de 19 implantations en France et présent dans plus de 10 pays à l'étranger. Créé en 1989, le groupe compte plus de 4 000 collaborateurs et offre à ses clients une complémentarité métier entre les systèmes d'information et les systèmes industriels



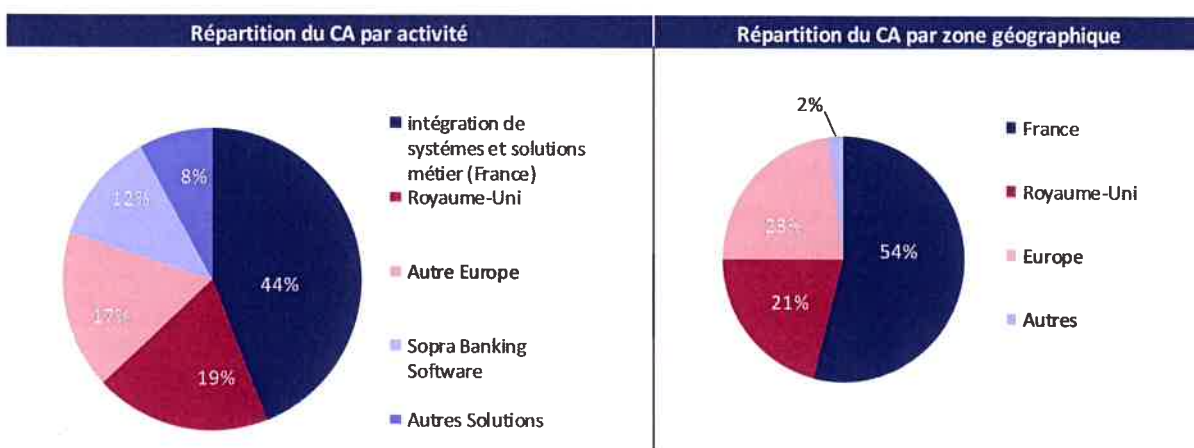
Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	341	389	475	494
EBIT	35	40	43	46
En % du chiffre d'affaires	10,2%	10,2%	9,1%	9,3%
Capitalisation boursière	230			
Valeur d'entreprise	460			

Prestataire de services d'ingénierie spécialisée et équipementier, Sogclair est spécialisé dans la conception et le développement de produits industriels de haute technologie et des logiciels de simulation. Par une présence internationale dans huit pays en Europe, en Amérique et au Maghreb, le groupe apporte à ses clients des solutions d'accompagnement à long terme sur leurs programmes les plus complexes



Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	114	124	129	140
EBIT	8	4	6	9
En % du chiffre d'affaires	7,3%	3,1%	5,0%	6,7%
Capitalisation boursière	36			
Valeur d'entreprise	56			

Sopra Steria est une Société de Services du Numérique, créée en janvier 2015 suite à la fusion des deux entreprises françaises de services numériques Sopra et Steria, fondées respectivement en 1968 et 1969. Acteur européen de la transformation numérique, Sopra Steria propose des services de conseil et d'intégration de systèmes, de gestion d'infrastructures, d'exécution des processus métier et de cybersécurité. Implantée dans 20 pays, elle emploie plus de 37 000 collaborateurs.



Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	2 280	3 587	3 764	3 888
EBIT	148	211	262	316
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	6,5%	5,9%	7,0%	8,1%
Capitalisation boursière	2 157			
Valeur d'entreprise	3 279			

7.3 Présentation des transactions comparables retenues

Cible	Localisation	Acquéreur	Date d'annonce	Date de clôture	Clôture N	% du capital acquis	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		Structure financière (M€)		
							N	N-1	N	N-1	N	N-1	Dettes nettes / (Cash)	VE	DN / VE
Stentis	France	Sopra	avr.-14	sept.-14	31/12/2014	100,0%	nc	0,6x	nc	8,6x	nc	23,7x	559,4	1 270,0	43,6%
Bull	France	Atos SE	mai-14	nc	31/12/2014	100,0%	0,6x	0,6x	13,5x	12,2x	22,0x	16,1x	101,0	721,2	14,0%
Carats	France	Econocom Group	avr.-13	nc	31/12/2013	51,9%	0,5x	0,5x	nc	6,3x	7,0x	7,4x	0,3	167,0	0,2%
EG	Danemark	Axcel	juin-13	juin-13	31/12/2013	100,0%	0,8x	0,8x	6,4x	7,1x	7,2x	8,9x	287,1	167,5	171,4%
Ceyonia Technology	Allemagne	Kincera	sept.-15	nc	31/12/2014	100,0%	2,2x	nc	10,4x	10,4x	nc	nc	0,0	36,9	0,1%
Triecos Consulting & Engineering	Allemagne	Sykron holding	févr.-15	févr.-15	31/12/2014	100,0%	2,4x	nc	nc	nc	nc	nc	0,3	4,8	6,8%
Alt	France	Tata Consultancy Services	avr.-13	nc	30/09/2013	100,0%	nc	0,6x	nc	8,3x	8,3x	8,3x	11,0	75,0	14,7%
Cap Vent Finance	France	Carlisle Group	juil.-15	juil.-15	31/12/2014	100,0%	1,4x	1,6x	nc	9,0x	nc	nc	nc	137,0	nc

BMA

Advisory & Support

11, rue de Laborde - 75008 Paris

Tél. 33 (0) 1 40 08 99 50

Fax. 33 (0) 1 40 08 99 99

bma@bma-paris.com

www.bma-paris.com

