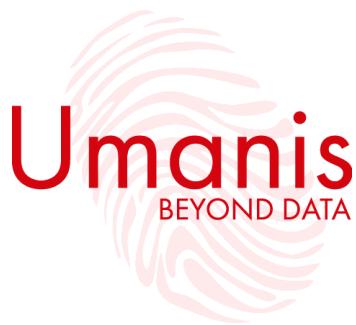


**NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ**



**CONSEILLÉE PAR**



**EN RÉPONSE**

**À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ  
UMANIS SA INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ**

**CGI FRANCE**



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'**« AMF »**) a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat en date du 21 juin 2022, apposé le visa n°22-237 sur la présente note en réponse (la **« Note en Réponse »**). Cette Note en Réponse a été établie par la société Umanis SA et engage la responsabilité de ses signataires.

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

**AVIS IMPORTANT**

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

Des exemplaires de la Note en Réponse sont disponibles sur les sites internet d'Umanis (<https://umanis.com/fr>) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et mis à la disposition du public sans frais au siège social d'Umanis, 7-9 rue Paul Vaillant Couturier, 92300 Levallois Perret.

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

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

## 1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2<sup>o</sup> et 235-2 du règlement général de l'AMF, CGI France, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé Immeuble CB 16, 17 place des Reflets à Courbevoie (92400), immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 702 042 755 (« **CGI France** » ou l'**« Initiateur »**), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société UMANIS, société anonyme au capital social de 2 035 696,85 euros divisé en 18 506 335 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,11 euro, dont le siège social est situé au 7-9 rue Paul Vaillant Couturier à Levallois-Perret (92300), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 403 259 534 (« **Umanis** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société que l'Initiateur ne détient pas directement ou indirectement à la date de la note d'information préparée par l'Initiateur et visée par l'AMF le 21 juin 2022 sous le numéro 22-236 (la « **Note d'Information** ») au prix de 17,15 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont rappelées ci-après et décrites de manière plus détaillée dans la Note d'Information (l' « **Offre** »).

Les actions ordinaires composant le capital social de UMANIS sont admises à la négociation sur le marché Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0013263878 (mnémonique ALUMS).

L'Offre fait suite au franchissement en hausse par l'Initiateur du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 31 mai 2022, de l'Acquisition du Bloc (tel que ce terme est défini à la section 2.1 de la Note en Réponse). A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détenait 13 063 734 actions de la Société représentant 70,59 % du capital et 69,42 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 18 506 335 actions et de 18 819 459 droits de vote théoriques de la Société<sup>1</sup>, en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, à la suite de l'acquisition de 1 491 393 actions réalisées depuis le dépôt du projet d'Offre conformément à la section 2.6 de la Note d'Information, CGI France détient directement 14 555 127 actions de la Société, représentant 78,65% du capital et au moins 77,34% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre portait sur :

- la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, seul ou de concert, qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des actions auto-détenues par la Société<sup>2</sup>, étant précisé que cela représente, à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 4 971 312 actions ;
- la totalité des actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 47 425 options de souscription d'actions émises par la Société, soit un maximum de 47 425 actions,

soit un nombre total maximum de 5 018 737 actions.

Compte tenu des acquisitions réalisées depuis le dépôt du projet d'Offre, l'Offre porte désormais sur la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, seul ou de concert, soit

---

<sup>1</sup> Sur la base des informations au 31 mai 2022 publiées par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du règlement général de l'AMF.

<sup>2</sup> Etant précisé qu'à la date des présentes, la Société détient 471 289 actions auto-détenues.

- qui sont d'ores et déjà émises, soit 3 951 208 actions, à l'exception des 471 289 actions autodétenues de la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 3 479 919 actions de la Société,
- qui seraient susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 47 425 options de souscription d'actions émises par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 47 425 actions de la Société

soit ainsi, un nombre maximum total de 3 527 344 actions de la Société visées par l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra être réouverte en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

L'Offre est présentée par la Société Générale (l'**« Etablissement Présentateur »**) qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement générale de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les conditions des articles L.433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF seraient réunies, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions UMANIS (le **« Retrait Obligatoire »**). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions UMANIS non présentées à l'Offre (à l'exception des actions de la Société auto-détenues) seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 17,15 euros par action, nette de tous frais.

## **2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE**

### **2.1 Contexte de l'Offre**

#### ***Protocole d'accord relatif à l'acquisition de la participation MURA et M. Olivier Pouligny dans la Société***

Le 10 mars 2022, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur, la société MURA (« **MURA** ») et M. Olivier Pouligny, un protocole d'accord (le « **Memorandum of Understanding** ») a été conclu en vue de l'acquisition de la totalité des actions détenues par MURA et M. Olivier Pouligny dans la Société, soit un total de 13 063 734 actions de la Société (l' « **Acquisition du Bloc** ») (représentant 70,59 % du capital), au prix de 17,15 euros par action, structurée comme suit :

- acquisition par l'Initiateur auprès de MURA de 11 234 754 actions de la Société, représentant 60,71 % du capital et 70,439 % des droits de vote de la Société ; et
- acquisition par l'Initiateur auprès de M. Olivier Pouligny de 1 828 980 actions de la Société, représentant 9,88 % du capital et 11,431 % des droits de vote de la Société

ensemble le « **Bloc** ».

La signature du *Memorandum of Understanding* a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 11 mars 2022.

#### ***Protocole d'accord entre les associés de MURA***

Il est rappelé que les associés de MURA ont conclu un pacte d'associés le 29 juin 2018, tel qu'amendé le 3 octobre 2018, pour organiser les conditions de leur investissement au sein de MURA et définir,

notamment, les principes devant régir la cession des titres qu'ils détiennent dans MURA. Les principaux termes de ce pacte sont décrits dans la décision 218C1046 de l'AMF du 12 juin 2018.

Les associés de MURA ont conclu le 10 mars 2022 un protocole d'accord (le « **Protocole d'accord** ») par lequel ils ont fixé les modalités de cession de leur participation directe et indirecte dans la Société et leurs droits et obligations à ce titre.

Au titre du Protocole d'accord, il est notamment prévu :

- que MURA procède directement à la cession des actions de la Société qu'elle détient dans le cadre de l'Acquisition du Bloc ;
- qu'Olivier POULIGNY n'apporte pas les actions de la Société qu'il détient directement à MURA mais cède celles-ci directement à CGI France dans le cadre de l'Acquisition du Bloc ;
- l'autorisation du rachat par MURA de l'intégralité des obligations PIK détenues par LFPI, Amundi et leurs affiliés pour un montant égal au principal augmenté des intérêts ; et
- l'autorisation, concomitamment à l'Acquisition du Bloc, du rachat par MURA des actions de MURA détenues par LFPI, Amundi et leurs affiliés à leur valeur nominale augmentée des intérêts préciputaires.

#### ***Signature du contrat d'acquisition de la participation de MURA et M. Olivier Pouligny dans la Société***

Le 23 mars 2022 et le 14 avril 2022, les instances représentatives respectives de l'Initiateur et de la Société ont émis un avis favorable sur l'Acquisition du Bloc.

Le 25 avril 2022, l'Initiateur a conclu un contrat d'acquisition d'actions (le « **Contrat d'Acquisition** ») avec MURA et M. Olivier Pouligny, relatif à l'Acquisition du Bloc par CGI France.

La signature du Contrat d'Acquisition a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 26 avril 2022.

L'Acquisition du Bloc était subordonnée aux conditions suspensives suivantes :

- l'obtention des autorisations réglementaires requises en matière de contrôle des concentrations (auprès de l'Autorité de la Concurrence) et au titre des investissements étrangers en France,
- la remise d'une attestation d'équité en application de l'article 261-1 I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et II du règlement général l'AMF par l'expert indépendant désigné par la Société et l'avis motivé favorable du Conseil d'Administration de la Société recommandant l'Offre.

Le Conseil d'Administration de la Société a décidé le 10 mars 2022 de nommer Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'**« Expert Indépendant »**) dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et II du règlement général de l'AMF, en charge d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et de l'éventuel Retrait Obligatoire. Cette nomination n'a pas fait l'objet d'opposition de la part de l'AMF.

Le 30 mai 2022, le Conseil d'Administration de la Société a considéré, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, des actionnaires et des salariés. En conséquence, le Conseil d'Administration de la Société a émis un avis favorable sur l'Offre et a recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

#### ***Apports et donations par M. Olivier Pouligny***

Préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, M. Olivier Pouligny a procédé le 20 mai 2022 à des opérations d'apparts à des sociétés qu'il contrôle et à des donations en pleine propriété et en démembrement de propriété au profit de membres de sa famille d'actions de la Société qu'il détenait directement.

Le tableau ci-dessous présente la répartition des actions de la Société détenues par M. Olivier Pouligny, les sociétés qu'il contrôle et les membres de sa famille (la « Famille Pouligny ») à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc:

Actionnaires	Pleine propriété	Nue-propriété
<b>Olivier Pouligny</b>	824.142	
<b>Isadora Pouligny</b>	85.500	
<b>Ruben Pouligny</b>	14.810	58.400
<b>Marie Pouligny</b>	14.810	58.400
<b>Julia Pouligny</b>	14.810	58.400
<b>Société civile CALVI</b>	233.236	
<b>Société civile CENTURI</b>	233.236	
<b>Société civile CORTE</b>	233.236	
<b>TOTAL</b>	<b>1.653.780</b>	<b>175.200</b>

Ces opérations d'apports et donations ont donné lieu à la signature d'un avenant au Contrat d'Acquisition en date du 19 mai 2022 afin de pouvoir refléter la nouvelle répartition des actions de Mr. Olivier Pouligny au sein de la Famille Pouligny, selon le tableau ci-dessus.

En ce sens, l'Acquisition du Bloc est désormais structurée comme suit :

- acquisition par l'Initiateur auprès de Mura de 11 234 754 actions de la Société, représentant 60,71% du capital et 70,439% des droits de vote de la Société ; et
- acquisition par l'Initiateur auprès de la Famille Pouligny de 1 828 980 actions de la Société, représentant 9,88% du capital et 9,40% des droits de vote de la Société.

#### ***Réalisation de l'acquisition par CGI France de la participation MURA et M. Olivier Pouligny dans la Société***

Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, à la suite notamment de l'obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations et d'investissements étrangers en France, obtenues en date du 13 mai 2022, l'Initiateur a acquis hors marché, le 31 mai 2022, le Bloc auprès de MURA et de la Famille Pouligny, au prix de 17,15 euros par action.

Le 31 mai 2022, l'Initiateur et la Société ont publié un communiqué de presse afin d'annoncer la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

L'Initiateur n'a procédé, directement ou indirectement à aucune acquisition de titres de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

#### **2.2 Déclaration de franchissement de seuil**

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et à l'article L. 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur déclarera avoir franchi à la hausse le seuil légal 50% du capital et des droits de vote de la Société.

MURA et la Famille Pouligny déclareront à l'AMF et à la Société, à la suite de l'Acquisition du Bloc, ne plus détenir aucune action de la Société.

### **2.3 Répartition du capital et des droits de vote de la Société**

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient 13 063 734 actions de la Société représentant 70,59% du capital sur la base d'un nombre total de 18 506 335 actions de la Société.

#### ***Répartition du capital social et des droits de vote de la Société préalablement à l'Acquisition du Bloc***

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société préalablement à l'Acquisition du Bloc :

Actionnaires	Actions de capital	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
<b>Famille Pouligny</b>	1.828.980	9,88%	2.958.252	9,48%
<b>MURA</b>	11.234.754	60,71%	22.469.508	72,06%
<b>Auto-détention</b>	471.289	2,55%	471.289	1,51%
<b>Public</b>	4.971.312	26,86%	5.284.426	16,95%
<b>TOTAL</b>	<b>18.506.335</b>	<b>100%</b>	<b>31.183.485</b>	<b>100%</b>

L'Initiateur ne détenait aucune action de la Société, directement ou indirectement, seul ou de concert, préalablement à l'Acquisition du Bloc.

#### ***Répartition du capital social et des droits de vote de la Société postérieurement à l'Acquisition du Bloc***

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société après la réalisation de l'Acquisition du Bloc :

Actionnaires	Actions de capital	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
<b>Initiateur</b>	13.063.734	70,59%	13.063.734	69,42%
<b>Auto-détention</b>	471.289	2,55%	471.289	2,50%
<b>Public</b>	4.971.312	26,86%	5.284.436	28,08%
<b>TOTAL</b>	<b>18.506.335</b>	<b>100%</b>	<b>18.819.459<sup>3</sup></b>	<b>100%</b>

---

<sup>3</sup> Sur la base du nombre des droits de vote double existants au 24 mai 2022 après retraitement de la perte de droits de vote double résultant de l'Acquisition du Bloc.

Par ailleurs, à la suite de l'acquisition de 1 491 393 actions réalisées depuis le dépôt du projet d'Offre conformément à la section 2.6 de la Note d'Information, CGI France détient directement 14 555 127 actions de la Société, représentant 78,65% du capital et au moins 77,34% des droits de vote théoriques de la Société.

Le tableau ci-dessus présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société postérieurement auxdites acquisitions :

Actionnaires	Actions de capital	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
<b>Initiateur</b>	14.555.127	78,62%	14.555.127	77,34%
<b>Auto-détention</b>	471.289	2,55%	471.289	2,50%
<b>Public</b>	3.479.919	18,80%	3.479.919	20,15%
<b>TOTAL</b>	<b>18.506.335</b>	<b>100%</b>	<b>18.819.459<sup>4</sup></b>	<b>100%</b>

#### 2.4 Titres donnant accès au capital de la Société

Il n'existe, à l'exception des Options (tel que ce terme est défini ci-dessous) décrites ci-dessous, aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

La Société a attribué, le 26 avril 2019, par décision de son Conseil d'Administration, 50 718 options à certains salariés (non-mandataires sociaux) du groupe permettant la souscription d'actions de la Société au prix d'exercice de 7,59 euros (correspondant à 95% de la moyenne des premiers cours cotées de l'action de la Société lors des vingt (20) séances de bourse précédant le jour du Conseil d'Administration ayant décidé l'attribution) (les « **Options** »).

A la date de la Note en Réponse, sur les 50 718 Options initialement attribuées, seulement 47 425 restent en circulation, intégralement détenues par des salariés de la Société.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options tels qu'ils ont été mis en place par la Société initialement :

<b>Date d'attribution</b>	26/04/2019
<b>Date limite d'exercice</b>	26/04/2029
<b>Prix d'exercice</b>	7,59 euros

Chaque Option donne droit à une action de la Société.

---

<sup>4</sup> Sur la base du nombre des droits de vote double existants au 24 mai 2022 après retraitement de la perte de droits de vote double résultant de l'Acquisition du Bloc.

Le Conseil d'Administration de la Société a autorisé en date du 30 mai 2022, les bénéficiaires d'Options à procéder à un exercice anticipé de celles-ci afin de permettre aux bénéficiaires d'apporter les actions sous-jacentes de la Société à l'Offre. Il est précisé que les périodes légales d'indisponibilité sont en tout état de cause expirées.

En conséquence, les bénéficiaires d'Options pourront apporter à l'Offre les actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de leurs Options.

Il est rappelé que chaque Option donne droit à une action de la Société.

## 2.5 Motifs de l'Offre

Umanis est une entreprise de services du numérique spécialisée dans les données, le digital et les solutions d'entreprise avec un chiffre d'affaires 2021 d'environ 246 millions d'euros. Umanis opère depuis plus de 30 ans, principalement sur le marché français. Crée en 1990, Umanis accompagne la transformation digitale de nombreuses entreprises avec une forte expertise dans cinq domaines : big data et intelligence artificielle, infrastructure et cloud, expérience digitale, intégration de solutions métiers et BPO.

Umanis est basée à Paris et compte environ 3000 collaborateurs en France et à l'étranger.

Il est par ailleurs à noter que l'Offre qui revêt un caractère obligatoire en conséquence de l'Acquisition du Bloc, présente un caractère amical.

Comme également annoncé par communiqué en date du 11 mars 2022, il est rappelé que :

- le projet d'Offre a été favorablement accueilli par le Conseil d'Administration de la Société, qui a constitué le 10 mars 2022 un comité *ad hoc* (le « **Comité** ») conformément aux dispositions de l'article 261-1-1, III du règlement général de l'AMF chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'Administration de la Société concernant l'Offre ; et
- dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le Conseil d'Administration de la Société a en outre procédé, en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et II du règlement général de l'AMF et sur recommandation de son Comité, à la désignation du cabinet Crowe HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société, y compris dans la cadre d'un éventuel retrait obligatoire (et dont le rapport est reproduit à la section 8 de la Note en Réponse).

## 3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Le Conseil d'Administration de la Société s'est réuni le 30 mai 2022 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231 19 du règlement général de l'AMF, de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, l'Offre visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 17,15 euros par action, initié par CGI France.

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur qui sera déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2022.

Le Président rappelle également que, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF et la recommandation AMF n°2006-15, il est recommandé et d'usage que l'expert indépendant effectue sa mission sous la supervision d'un comité *ad hoc* composé d'au moins trois membres dont une majorité d'indépendants. Le Conseil d'Administration de la Société ne disposant pas de membre indépendant, la

désignation de l'expert indépendant a fait l'objet d'une procédure de contrôle par l'AMF conformément à l'article 261-1-1 III du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'Administration d'Umanis a néanmoins constitué le 10 mars 2022 un Comité chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et de veiller au bon déroulement de sa mission, d'examiner les termes de l'Offre et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'Administration, de se saisir de toute question intéressant l'Offre, et d'en rapporter au Conseil d'Administration.

Le Comité est composé de trois membres que sont M. Olivier Pouliquen, en qualité de président du Comité, Mme Claude Vibert-Gigue et Mme Isadora Combelles. LFPI Gestion, représentée par M. Fabien Bismuth, participe également aux réunions du Comité, sans voix délibérative.

Le Président rappelle que, lors de sa réunion du 10 mars 2022, le Conseil d'Administration a accueilli favorablement, dans son principe, le projet d'offre, sous réserve de l'analyse approfondie de celle-ci et des travaux de l'expert indépendant.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'Administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- Le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui sera déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2022, contenant notamment le contexte et les motifs de l'offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'Etablissement Présentateur et garant de l'offre, Société Générale ;
- le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Crowe HAF, en date du 27 mai 2022 qui conclut que le prix offert de 17,15 euros par action de la Société est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ; et
- le projet de note d'information en réponse établi par la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF, lequel reste à être complété du rapport d'expertise du cabinet Crowe HAF et de l'avis motivé du Conseil d'Administration.

### ***1. Désignation de l'expert indépendant***

Le Comité, lors de sa première réunion du 10 mars 2022, a identifié trois cabinets comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable.

A l'issue de la revue approfondie effectuée par le Comité des propositions d'intervention de ces trois cabinets, celle du cabinet Crowe HAF a été retenue par le Comité au regard principalement (i) de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société susceptible d'affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente sur des opérations de marché de taille significative, (iii) des termes financiers de sa proposition d'intervention, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose.

Le cabinet Crowe HAF a fait savoir qu'il acceptait le principe de cette nomination et confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée. Compte tenu de ce qui précède, le Comité a choisi de recommander la nomination du cabinet Crowe HAF au conseil d'administration.

Lors de sa réunion du 10 mars 2022, sur recommandation du Comité, le Conseil d'Administration a donc désigné le cabinet Crowe HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup>, et II du règlement général

de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'offre et du retrait obligatoire, sous réserve de l'absence d'opposition par l'AMF.

La Société a été informée le 11 avril 2022 que l'AMF ne s'est pas opposée à cette désignation.

## **2. Travaux du Comité et interactions avec l'expert indépendant**

M. Olivier Pouligny, en sa qualité de président du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

- A compter de la constitution du Comité, les membres du Comité ont participé au total à deux réunions ;
- le 20 mai 2022, le Comité réuni par visioconférence a entendu un exposé de l'expert indépendant sur l'accomplissement de sa mission et sur ses conclusions à date, et a examiné le premier projet de l'avis motivé du Conseil d'Administration ;
- le 30 mai 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence en amont du Conseil d'Administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre avec la participation de l'expert indépendant. Le Comité a procédé à la revue du rapport définitif de ce dernier et a finalisé ses recommandations au Conseil d'Administration relativement à son avis sur l'Offre ;
- le Comité s'est notamment assuré que l'expert indépendant a eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes ; et
- le Comité a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant.

Le détail des interactions entre les membres du Comité et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Crowe HAF.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ou relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Le Comité s'est également assuré que le plan d'affaires présenté à l'expert indépendant est celui qui a été approuvé par le Conseil d'Administration le 13 avril 2022, et traduit au moment de l'Offre la meilleure estimation possible des prévisions de la Société étant précisé que la Société ne communique pas sur des données prévisionnelles.

## **3. Conclusions du rapport de l'expert indépendant**

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, le Comité a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Le cabinet Crowe HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, a présenté au Conseil d'Administration les conclusions de ses travaux, reproduites ci-dessous :

*« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :*

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant Valeur centrale	Primes offertes par le prix de l'Offre de 17,15€
	Bas	Valeur centrale	Haut		
<b>Méthodes principales :</b>					
Référence à la transactions de référence*		17,15 €		17,15 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	12,33 €	13,90 €	15,90 €	15,79 €	8,6%
Méthode des comparables boursiers	10,92 €	n.a.	12,03 €	12,15 €	41,1%
Méthode des transactions comparables	14,16 €	n.a.	15,80 €	14,60 €	17,4%
Référence au cours de bourse					
<i>Cours spot (au 10 mars 2022)</i>		11,75 €		11,75 €	46,0%
<i>Cours moyen pondéré 20 jours**</i>		n.a.		12,62 €	35,9%
<i>Cours moyen pondéré 1 mois**</i>		12,79 €		n.a.	n.a.
<i>Cours moyen pondéré 60 jours**</i>		13,71 €		13,60 €	26,1%
<i>Cours moyen pondéré 120 jours**</i>		n.a.		14,72 €	16,5%
<i>Cours moyen pondéré 6 mois**</i>		15,11 €		n.a.	n.a.
<i>Cours moyen pondéré 180 jours**</i>		n.a.		14,34 €	19,6%
<i>Cours moyen pondéré 1 an**</i>		13,68 €		n.a.	n.a.
<b>Méthodes retenues à titre indicatif :</b>					
Référence aux objectifs de cours des analystes		18,00 €		n.a.	n.a.

n.a. : non applicable

\*acquisition par CGI France portant sur 70,59% du capital d'Umanis (en vertu du Contrat d'Acquisition du 25 avril 2022)

\*\*calcul des cours moyen pondérés au 10/03/2022

*Il est rappelé que le 10 mars 2022, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur, Mura et Olivier Pouligny, un protocole d'accord (le « Memorandum of Understanding ») a été conclu en vue de l'acquisition de la totalité des actions détenues par Mura et Olivier Pouligny dans la Société, soit un total de 13.063.734 actions de la Société représentant 70,59% du capital.*

*Suite à la consultation des instances représentatives du personnel concernées de CGI France et d'Umanis et aux avis positifs rendus respectivement le 23 mars 2022 et le 14 avril 2022, l'Initiateur a conclu avec Mura et Olivier Pouligny le 25 avril 2022 le Contrat d'Acquisition relatif à l'Acquisition du Bloc par CGI France.*

*Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, à la suite notamment de l'obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations et d'investissements étrangers en France, obtenues le 13 mai 2022, l'Initiateur acquerra hors marché, le 31 mai 2022, le Bloc auprès de Mura et Olivier Pouligny (et certaines personnes liées), au prix de 17,15 euros par action.*

*A l'issue de cette opération, CGI France détiendra 70,59% du capital et 69,42% des droits de vote de la Société.*

*Dans ce contexte et en application de l'article 235-2 du Règlement général de l'AMF, CGI France, dépose une Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions Umanis.*

*L'Offre revêt ainsi un caractère obligatoire, en raison du franchissement par CGI France du seuil de détention de 50% du capital et des droits de vote d'Umanis. Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions de l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.*

*L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.*

*A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 17,15€ par action, égale au prix d'Offre.*

*En dehors de l'atteinte du seuil relatif à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires d'Umanis.*

*Elle permet aux actionnaires d'Umanis qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.*

*Notre analyse de la valeur de l'action Umanis fait ressortir des valeurs :*

- *de 17,15€ pour la référence à la transaction récente sur le capital portant sur 70,59% du capital d'Umanis ;*
- *de 15,79€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *de 12,15€ pour la méthode des comparables boursiers ;*
- *de 14,60€ pour la méthode des transactions comparables ;*
- *de 12,62€ (cours moyen 20 jours) à 13,60€ (cours moyen 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 11,75€ pour le cours spot au 10 mars 2022, dernière date d'échanges sur le titre précédent la suspension du cours et l'annonce de l'opération.*

*Le prix offert de 17,15€ par action dans le cadre de la présente Offre :*

- *ne présente ni prime ni décote sur le prix de la transaction récente sur le capital portant sur 70,59% du capital d'Umanis ;*
- *présente une prime de 8,6% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *présente une prime de 41,1% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;*
- *présente une prime de 17,4% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables ;*
- *présente des primes de 26,1% (cours moyen 60 jours) à 46,0% (cours de clôture au 10 mars 2022) sur la référence au cours de bourse.*

*L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire à celui de la transaction de référence qui sera conclue le 31 mai 2022 avec Mura et Olivier Pouliquen (et certaines personnes liées) et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur le dernier cours avant annonce de l'opération (10 mars 2022) et sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et analogiques (méthode des comparables boursiers et transactions comparables) mise en œuvre.*

*Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 17,15€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie du Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Umanis. »*

#### **4. Conclusions et recommandations du Comité**

Le 30 mai 2022, le Comité a finalisé, au regard notamment du rapport définitif de l'expert indépendant, sa recommandation au Conseil d'Administration.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Comité relève que :
  - L'Offre présente un caractère amical ;
  - l'Initiateur entend poursuivre la stratégie de croissance internationale de la Société ;

- le groupe Umanis pourra compter sur un actionnaire solide, afin d'assurer sa pérennité ainsi que la poursuite et le développement de ses activités et l'Offre permettra « *d'offrir encore plus [de] valeur ajoutée aux clients respectifs des deux groupes, qui auront accès à une offre de prestations élargies, un accompagnement de proximité, une grande qualité de services et une forte expertise technique* » ;
  - l'Initiateur a indiqué que, même si aucune décision n'a été prise à ce jour, il « *se réserve la possibilité d'étudier la faculté dans le futur de regrouper la Société ou ses filiales ou encore de transférer certains actifs, branches ou activités de la Société avec, ou à, des entités détenues par l'Initiateur ou de procéder à des réorganisations* ».
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, au plan financier, le Comité note que :
- le prix par action est égal au prix par action dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, représentant 70,59% du capital de la Société, qui correspond à la cession de la totalité de la participation de la Famille Pouligny et MURA à l'Initiateur ;
  - le prix offert de 17,15 euros par action extériorise une prime de 45,96% par rapport au dernier cours de clôture d'Umanis du 10 mars 2022 précédent l'annonce, et de 30,40% par rapport au cours de clôture moyen pondéré par les volumes des 30 derniers jours de bourse précédent l'annonce ;
  - l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 17,15 euros faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisirraient d'apporter leurs actions à l'Offre y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Le Comité partage les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire présentent un caractère équitable ;
  - l'Offre permet à l'ensemble des actionnaires de la Société de bénéficier du même prix que celui auquel la Famille Pouligny et MURA ont cédé à l'Initiateur leur participation représentant, ensemble, 70,59% du capital de la Société. Le Comité attire l'attention des actionnaires sur la moindre liquidité qui pourrait exister sur le marché après l'Offre en l'absence de retrait obligatoire ;
  - l'Offre permet aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions ; et
  - en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué qu'il « *entend maintenir une politique de dividende en ligne avec celles [des années] passées, à savoir une absence de distribution de dividende* ».
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité relève que :
- l'Offre assure la pérennité du groupe Umanis, qui sera adossé à un grand groupe international leader du secteur ;
  - CGI France indique « *qu'un élément clé du succès de la Société est la préservation et le développement du talent et de l'implication des salariés de la Société* » ;
  - CGI France déclare que « *l'Offre ne devrait pas avoir d'impact significatif sur les principes actuels de la Société en matière de gestion des effectifs et des ressources humaines* » ;
  - l'intégration de la Société dans un grand groupe international renforcera les opportunités de formation, d'évolution et de mobilité des collaborateurs d'Umanis ;

- les intérêts des titulaires d'options permettant la souscription d'actions de la Société sont équitablement préservés ; et
- Il est également rappelé que le CSE d'Umanis a donné, à l'unanimité, un avis favorable sur l'Acquisition du Bloc.
- Le Comité prend acte que l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions Umanis à l'issue de l'Offre si les actions de la Société non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, et prend acte que celui-ci détient déjà 70,59 % du capital et 69,42 % des droits de vote théoriques de la Société.
- Le Comité prend acte de ce qu'aucune réclamation ou contestation concernant l'offre n'a été adressée à la Société et, à sa connaissance, à l'expert indépendant, en ce compris par l'intermédiaire de l'AMF.

En conclusion de quoi :

- le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information ;
- le Comité a examiné l'intérêt du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et a considéré que le projet d'Offre était conforme aux intérêts de chacun.

Ainsi, au terme de sa mission et connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant, de l'avis positif du CSE et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité, à l'unanimité de ses membres :

- relève que les termes de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;
- présente au Conseil d'administration le projet d'avis motivé ; et
- recommande, à la suite de sa réunion du 30 mai 2022, au Conseil d'administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

#### ***Avis motivé du Conseil d'Administration***

Le Conseil d'Administration prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par CGI France, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'Etablissement Présentateur, (iii) des travaux du Comité, (iv) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, et (v) plus généralement, des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, décide, à l'unanimité des membres présents et représentés :

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ;
- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté et de considérer, en conséquence, que l'Offre, telle que décrite dans le projet de note d'information, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés;
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- de décider que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre ;

- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;
- d'autoriser, en tant que de besoin, le Président du Conseil d'Administration à l'effet de :
  - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
  - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
  - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
  - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ**

Les membres du Conseil d'Administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le Conseil d'Administration a émis son avis motivé ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
M. Laurent Piepszownik	Président-Directeur Général de la Société	0	N/A
M. Olivier Pouligny	Directeur Général délégué de la Société – membre du Conseil d'Administration	0	Titres cédés dans le cadre de l'Acquisition du Bloc
Mme Claude Vibert-Guigue	Membre du Conseil d'Administration	0	N/A
Mme Isadora Combelles	Membre du Conseil d'Administration	0	Titres cédés dans le cadre de l'Acquisition du Bloc
LFPI Gestion	Membre du Conseil d'Administration	0	N/A
M. Jérôme Larrue	Membre du Conseil d'Administration représentant les salariés	0	N/A

## **5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES**

A la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 471 289 de ses propres actions.

Le Conseil d'Administration du 30 mai 2022 a pris acte du fait que les 471 289 actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a décidé que la Société ne les apportera pas à l'Offre.

## **6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE**

Sous réserve des différents accords mentionnés dans la présente section 6, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

### ***Memorandum of Understanding***

Ainsi que décrit à la section 2.1 de la Note en Réponse, l'Initiateur a conclu le 10 mars 2022 avec MURA et Mr. Olivier POULIGNY un *Memorandum of Understanding* pour l'Acquisition du Bloc, dans l'attente du processus de consultation des instances représentatives de l'Initiateur et de la Société.

### ***Contrat d'Acquisition***

Ainsi que décrit à la section 2.1 de la Note en Réponse, l'Initiateur a procédé à l'Acquisition du Bloc en application d'un Contrat d'Acquisition du 25 avril 2022.

L'Acquisition du Bloc a été réalisé au Prix de l'Offre. Le contrat ne stipule par ailleurs aucun mécanisme de complément de prix ni droit de suite au bénéfice des cédants, étant précisé que l'Initiateur s'est interdit de déposer l'Offre à un prix par action supérieur au Prix de l'Offre ou à acquérir des actions de la Société à un prix par action supérieur au Prix de l'Offre pendant une période de neuf mois suivant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

Au terme de ce Contrat d'Acquisition, MURA et M. Olivier Pouligny ont consenti à l'Initiateur des déclarations et garanties usuelles. Le Contrat d'Acquisition prévoit des mécanismes d'indemnisation au bénéfice de l'Initiateur qui, en cas de mise en œuvre, se traduirait par une réduction du prix par action des actions cédées par MURA et M. Olivier Pouligny.

L'Acquisition du Bloc était subordonnée aux conditions suspensives suivantes :

- L'obtention des autorisations réglementaires requises en matière de contrôle des concentrations et investissements étrangers en France,
- la remise d'une attestation d'équité par l'expert indépendant désigné par la Société et l'avis motivé favorable du Conseil d'Administration de la Société recommandant l'Offre.

Aux termes du Contrat d'Acquisition, il a par ailleurs été prévu que :

- M. Olivier Pouligny continuerait à assumer les fonctions de directeur général délgué ;
- M. Olivier Pouligny, et M. Laurent Piepszownik souscriraient un engagement de concurrence et de non-débauchage et, à ce titre, s'engageraient notamment à cesser d'exercer toutes fonctions au sein des sociétés Amayas Consulting et Harington Technologies, qu'ils contrôlent, et à placer les actions desdites sociétés en fiducie jusqu'à la cession desdites entités ;

- seront signés les avenants nécessaires en vue de permettre à Umanis de résilier par anticipation, au 31 décembre 2023, les baux conclus par cette dernière avec différentes entités contrôlées respectivement par M. Olivier Pouligny, et M. Laurent Piepszownik.

### ***Tender Offer Agreement***

Le 10 mars 2022, l'Initiateur a conclu un accord relatif à la mise en œuvre d'une offre publique d'acquisition (obligatoire) (le « **Tender Offer Agreement** » ou « **TOA** ») avec la Société.

Le TOA prévoit notamment :

- (a) une description des principaux termes et conditions de l'Offre et les conditions dans lesquelles l'Initiateur procéderait à l'Offre ;
- (b) certains engagements de la Société en matière de gestion dans le cours normal des affaires, et concernant les autorisations et notifications de changement de contrôle à obtenir et effectuer en application des contrats existants ;
- (c) un engagement de coopérer de bonne foi dans le cadre du dépôt et de la mise en œuvre de l'Offre et l'interdiction pour la Société de solliciter, initier ou encourager des offres concurrentes à l'Offre.

### ***Protocole d'accord entre les associés de MURA***

Ainsi que décrit à la section 2.1 de la Note en Réponse, les associés de MURA ont conclu le 10 mars 2022 un Protocole d'accord par lequel ils ont fixé les modalités de cession de leur participation directe et indirecte dans la Société et leurs droits et obligations à ce titre.

### ***Avenants aux baux conclus entre la Société et les SCI détenues par M. Laurent Piepszownik et M. Olivier Pouligny***

Le Contrat d'Acquisition prévoit notamment la signature à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc d'avenants aux baux conclus entre la Société et ses filiales d'une part et les SCI Jules Guesde, SCI Jules Guesde 2, SCI Lox, SCI PVC et SCI Point de l'Arche (détenues majoritairement par M. Laurent Piepszownik et M. Olivier Pouligny) d'autre part. Ces avenants confèrent une option à la Société et ses filiales de mettre fin sans indemnités aux baux susmentionnés avec effet au 31 décembre 2023 moyennant un préavis de 6 mois.

### ***Absence de contrat de travail entre la Société et Monsieur Laurent Piepszownik et M. Olivier Pouligny / Mandat social de M. Olivier Pouligny***

Le Contrat d'Acquisition prévoit notamment, à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc, la confirmation par écrit de M. Laurent Piepszownik et de M. Olivier Pouligny qu'ils ne disposent pas de contrat de travail liant à la Société ou ses filiales.

Il est convenu entre l'Initiateur et M. Olivier Pouligny que ce dernier poursuive son mandat social au sein de la Société après la réalisation de l'Acquisition du Bloc selon des conditions à définir.

### ***Engagements d'apport***

Le 31 mai 2022, l'Initiateur a conclu des engagements d'apport avec les porteurs d'Options, qui se sont engagés à apporter à l'Offre les 47 425 actions nouvelles issues de l'exercice de leurs Options.

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

### **a. Structure et répartition du capital**

À la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 2 035 696,85 euros, divisé en 18 506 335 actions d'une valeur nominale de 0,11 euros chacune.

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :<sup>5</sup>

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Initiateur	13.063.734	70,59 %	13.063.734	69,42 %
Actions auto-détenues	471.289	2,55 %	471.289	2,50 %
Public	4.971.312	26,86 %	5.284.436	28,08 %
<b>Total</b>	<b>18.506.335</b>	<b>100%</b>	<b>31.897.107</b>	<b>100%</b>

### **b. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce**

*Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils*

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

*Transfert d'Actions*

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

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

À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7(a) ci-dessus.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2022, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes de la part de l'Initiateur en application de l'article L. 233-7 du code de commerce :

---

<sup>5</sup> Sur la base d'un nombre de 18 819 459 de droits de vote théoriques au 31 mai 2022 tel que publié sur le site internet de la Société. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

Enfin, il est à signaler que, depuis le 10 mars 2022, plusieurs déclarations d'achats et de ventes effectués pendant une offre publique ont fait l'objet d'avis publiés par l'AMF en application de l'article 231-46 du règlement général.

**d. Liste des détenteurs de tout titre Umanis comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

L'article 11 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est institué au profit des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une détention continue au nominatif par un même titulaire pendant une durée minimale de deux (2) ans au moins.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ce droit de vote double est accordé dès leur émission aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Le droit de vote double cesse de plein droit lorsque l'action est convertie au porteur ou transférée en propriété.

**e. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote**

A l'exception des accords décrits à la section 6 « *Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre* » de la présente Note en Réponse et à la section 1.2.9 « *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre* » de la Note d'Information, à savoir le *Memorandum of Understanding*, le Contrat d'Acquisition, le TOA, le Protocole d'accord, les avenants aux baux conclus entre la Société ou ses filiales et les SCI détenues majoritairement par M. Laurent Piepszownik et M. Olivier Pouligny, l'absence de contrat de travail entre la Société d'une part et Monsieur Laurent Piepszownik ou M. Olivier Pouligny d'autre part et le la poursuite du mandat social de M. Olivier Pouligny, et les engagements d'apport, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

**f. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration et à la modification des statuts de la Société**

**i. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'Administration**

Aux termes des stipulations de l'article 16 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'Administration composé de 3 membres au moins et 18 membres au plus.

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, les membres du Conseil d'Administration sont nommés pour une durée de 6 ans.

Il est précisé que le Conseil d'Administration de la Société se réunira le 1<sup>er</sup> juin 2022 à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires. Au cours de cette réunion, il est prévu que M. Laurent Piepszownik, Mme Isadora Combelles, Mme Claude Vibert-Gigue et LFPI Gestion démissionnent de leurs mandats d'administrateurs. Ils seront immédiatement remplacés par cooptation par M. Laurent Gerin, M. Steve Perron, Mme Caroline Degrandmaison et Mme Laure Grimontpret-Tahon.

**ii. Modification des statuts d'Umanis**

Conformément aux articles 23 et 24 des statuts de la Société, les assemblées générales ordinaires et extraordinaires statuent dans les conditions de quorum et de majorité prescrites par les dispositions qui les régissent respectivement, et exercent les pouvoirs qui leur sont attribués par la loi.

Par conséquent, aux termes de l'article L.225-96 du code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

L'article 4 des statuts de la Société prévoit toutefois que le siège social pourra être transféré en tout autre endroit des Hauts-de-Seine ou d'un département limitrophe par simple décision du Conseil d'Administration sous réserve de la ratification de cette décision par la plus prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires et, partout ailleurs, en vertu d'une délibération de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

#### **g. Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions**

Le Conseil d'Administration est investi à l'égard des tiers des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires.

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

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

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Augmentation de capital social avec renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un PEE / plan partenarial d'épargne salariale volontaire	3 juin 2021 (11 <sup>ème</sup> résolution)	3% du capital social au jour de l'utilisation de la délégation	3 août 2023 (26 mois)	Aucune
Emission d'options de souscription ou d'achat d'actions	3 juin 2021 (9 <sup>ème</sup> résolution)	10% du capital social au jour de l'utilisation de la délégation	3 décembre 2022 (18 mois)	Aucune

<b>Nature de l'autorisation ou délégation accordée</b>	<b>Date de l'assemblée générale et résolution concernée</b>	<b>Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé</b>	<b>Durée</b>	<b>Utilisation cours au de l'exercice</b>
avec suppression du droit préférentiel des actionnaires au profit des salariés-dirigeants et/ou salariés-cadres et mandataires sociaux soumis au régime fiscal des salariés, de la Société				
Emission de bons de souscription de bons de souscription d'actions (BSA) avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des salariés-dirigeants et/ou salariés-cadres et mandataires sociaux soumis au régime fiscal des salariés, de la Société	3 juin 2021 (10 <sup>ème</sup> résolution)	1 million d'euros	3 décembre 2022 (18 mois)	Aucune

**g. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société**

Les financements suivants ont une clause de changement de contrôle qui pourrait être activée :

- Un emprunt obligataire EURO PP d'un montant de 32 millions d'euros dont la maturité est fixée à mars 2027 ;

- Une tranche C de 18 millions d'euros et arrivant à échéance le 18 février 2029.
- h. **Accords prévoyant des indemnités pour les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Un salarié non-mandataire social et non administrateur bénéficie d'une indemnité contractuelle de licenciement qui pourrait lui assurer, en cas de licenciement autre que pour faute lourde, une indemnité de rupture d'un montant non significatif (inférieur à 200 000 euros).

## **8. CSE D'UMANIS**

Conformément à l'article L2312-52 du Code du travail, l'Offre étant engagée après que l'Initiateur a acquis plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la Société, le CSE de cette dernière n'a pas eu à être informé et consulté au titre de l'Offre.

Le CSE de la Société a toutefois, conformément à la réglementation, a été informé et consulté préalablement à la signature du SPA. Il a à cette occasion rendu un avis favorable à l'Acquisition du Bloc par CGI.

## **9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF**

En application des articles 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de la Société le 10 mars 2022 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 27 mai 2022, est reproduit dans son intégralité ci-dessous et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse :

*[Bas de page laissé volontairement vierge]*



Crowe

**Crowe HAF**

16 rue Camille Pelletan  
92300 Levallois-Perret (Paris)  
Tél +33 (0)1 41 05 98 40  
Fax +33 (0)1 45 19 72 18  
[contact@crowe-haf.fr](mailto:contact@crowe-haf.fr)  
[www.crowe-haf.fr](http://www.crowe-haf.fr)

Umanis

---

# Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Umanis initiée par la société CGI France suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre  
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France  
SAS au capital de 525 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global.  
Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

## SOMMAIRE

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ .....	9
5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES .....	17
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	17
7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	19
b. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce .....	19
i. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'Administration .....	20
ii. Modification des statuts d'Umanis .....	20
1 - PRESENTATION DE L'OPERATION ET DU CONTEXTE .....	6
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	6
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice.....	6
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre .....	6
1.1.2.1 - Activité de Umanis.....	6
1.1.2.2 - Historique de Umanis.....	7
1.1.2.3 - Actionnariat de Umanis.....	9
1.1.2.4 - Description du marché.....	9
1.1.2.5 - Comptes consolidés de Umanis.....	12
1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2021 .....	13
1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie .....	20
1.2 - Contexte et opération envisagée.....	23
1.2.1 - Contexte et motifs de l'offre .....	23
1.2.2 - Termes de l'Offre.....	25
2 - PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT .....	27
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global .....	27
2.1.1 - Présentation générale .....	27
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes ».....	27
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	28
2.3 - Déclaration d'indépendance .....	29
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers .....	29
2.5 - Rémunération .....	29
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante.....	30
2.6.1 - Programme de travail.....	30

2.6.2 - Calendrier de l'étude.....	32
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	32
2.6.4 - Informations utilisées.....	33
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	34
<b>3 - ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX PROPOSE .....</b>	<b>35</b>
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	35
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions.....	35
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres .....	35
3.1.3 - Plan d'affaires .....	38
3.1.3.1 - Construction et approbation .....	38
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon .....	38
3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests).....	39
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées .....	39
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC) .....	40
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	40
3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes .....	40
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs.....	41
3.2.5 - Référence à la valeur nette comptable des titres Umanis dans les comptes de Mura 41	
3.2.6 - Référence aux augmentations de capital récentes .....	41
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues.....	42
3.3.1 - Transaction récente intervenue sur le capital de la Société.....	42
3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc par l'Initiateur .....	42
3.3.1.2 - Conclusion.....	44
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie .....	45
3.3.2.1 - Définition de la méthode .....	45
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de Umanis .....	45
3.3.2.3 - Analyse de la cohérence du budget 2022 sur la base du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle courante à fin mars 2022.....	48
3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	49
3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation .....	50
3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale.....	52
3.3.2.7 - Résultats chiffrés .....	52
3.3.2.8 - Analyse de sensibilité.....	52
3.3.3 - Méthode des comparables boursiers .....	53
3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues .....	53
3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers.....	55
3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples .....	56
3.3.3.4 - Application de la méthode.....	57

3.3.3.5 - Résultats .....	57
3.3.4 - Méthode des transactions comparables.....	58
3.3.4.1 - Choix des transactions.....	58
3.3.4.2 - Analyse des transactions .....	58
3.3.4.3 - Multiples obtenus .....	60
3.3.4.4 - Application de la méthode.....	61
3.3.4.5 - Résultats .....	62
3.3.5 - Référence au cours de bourse .....	62
3.3.5.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse.....	62
3.3.5.2 - Analyse du cours de bourse.....	63
3.3.5.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse .....	66
<b>1 - ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR .....</b>	<b>67</b>
1.1 - Méthodes d'évaluation écartées : .....	67
1.2 - Méthodes d'évaluations retenues : .....	67
1.2.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société .....	68
1.2.2 - Référence au cours de bourse .....	68
1.2.3 - Méthode des flux de trésorerie actualisés .....	68
1.2.3.1 - Plan d'affaires utilisé.....	69
1.2.3.2 - Horizon et prévisions du plan d'affaires sur la période explicite, flux normatif et valeur terminale .....	69
1.2.3.3 - Détermination du taux d'actualisation .....	70
1.2.3.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	71
1.2.3.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés .....	71
1.2.4 - Méthode des comparables boursiers .....	71
1.2.4.1 - Choix de l'échantillon .....	71
1.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie .....	72
1.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers .....	72
1.2.5 - Méthode des transactions comparables.....	73
1.2.5.1 - Choix de l'échantillon .....	73
1.2.5.2 - Choix des multiples et méthodologie .....	73
1.2.5.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables.....	73
<b>2 - ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE .....</b>	<b>75</b>
2.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre .....	75
2.1.1 - Analyse du <i>Memorandum of Understanding</i> (protocole d'accord) conclu entre CGI France et Mura et Olivier Pou ligny .....	75
2.1.2 - Analyse du <i>Tender Offer Agreement</i> (accord relatif à l'Offre) conclu entre Umanis et CGI France.....	76

2.1.3 - Analyse du Contrat d'Acquisition du Bloc conclu entre CGI et Mura et Olivier Pouligny .....	77
2.1.4 - Analyse des engagements d'apport à l'Offre des porteurs d'options de souscription d'actions Umanis .....	78
2.1.5 - Analyse du protocole d'accord conclu entre les associés de Mura.....	79
2.1.6 - Analyse des traités d'apport et actes authentiques de donation dans le cadre des apports et donations effectués par Olivier Pouligny .....	79
2.2 - Conclusion sur les accords connexes .....	80
<b>3 - ANALYSE DES OBSERVATIONS ECRITES D'ACTIONNAIRES.....</b>	<b>80</b>
3.1 - Présentation des arguments développés dans les observations .....	80
3.2 - Analyse et appréciation des observations.....	81
<b>4 - CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT.....</b>	<b>82</b>
<b>ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION .....</b>	<b>85</b>

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Umanis SA le 10 mars 2022 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire. Le Conseil d'Administration de Umanis SA ne disposant pas d'administrateurs indépendants, Umanis SA a soumis à l'AMF l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisageait de désigner sans que l'AMF ne s'oppose à cette désignation.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT  
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE UMANIS  
INITIEE PAR LA SOCIETE CGI FRANCE  
SUIVIE LE CAS ECHEANT D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS ») portant sur les actions de la société Umanis SA (ci-après « Umanis », la « Société » ou la « Cible ») initiée par la société CGI France, nous avons été nommés le 10 mars 2022 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article :

- 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, la Société étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'Offre ; et l'initiateur ayant conclu des accords avec les dirigeants de la société visée d'une part et d'autres accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix d'Offre d'autre part.
- 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « Retrait Obligatoire »).

Le prix proposé aux actionnaires de Umanis dans le cadre de l'Offre s'établit à 17,15€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Umanis, sans avoir la responsabilité de les valider. 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.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Analyse des accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

# **1 - Présentation de l'opération et du contexte**

## **1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération**

### **1.1.1 - Présentation de la société initiatrice**

La société CGI France (ci-après « l'Initiateur ») est une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé 17 place des Reflets, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 702 042 755.

Son capital est indirectement totalement détenu par la société de droit canadien CGI Inc. (« CGI »).

Fondée en 1976, CGI figure parmi les plus importantes entreprises indépendantes de services-conseils en technologie de l'information (TI) et en management au monde. CGI compte 84.000 conseillers et professionnels établis partout dans le monde grâce auxquels l'entreprise offre un portefeuille complet de services et de solutions : des services-conseils stratégiques en TI et en management, de l'intégration de systèmes, des services en TI et en gestion des processus d'affaires en mode délégué ainsi que des solutions de propriété intellectuelle. La collaboration de CGI avec ses clients repose sur un modèle axé sur les relations locales, conjugué à un réseau mondial de prestation de services, qui permet aux clients de réaliser la transformation numérique de leur organisation et d'accélérer l'obtention de résultats. Au cours de l'exercice financier 2021, CGI a généré des revenus de 12,13 milliards de dollars. Les actions de CGI sont cotées à la Bourse de Toronto ainsi qu'à la Bourse de New York.

L'Initiateur détiendra à la date du dépôt de l'Offre 13.063.734 actions et autant de droits de vote de la société Umanis<sup>6</sup>, objet de l'offre et présentée en 1.1.2 -, représentant 70,59% de son capital et 69,42% des droits de vote de la Société.

### **1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre**

La société Umanis est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 7-9 rue Paul Vaillant Couturier, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 403 259 534, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0013263878.

### **1.1.2.1 - Activité de Umanis**

Crée en 1990, Umanis est une Entreprise de Services Numériques (ESN) spécialisée dans la transformation IT et digitale. Elle accompagne ses clients au travers de cinq domaines d'expertise que sont le *Big Data & l'intelligence artificielle*, l'*Infrastructure & Cloud*, l'*expérience digitale*, l'*Intégration de Solutions Métier* et le *BPO (Business Process Outsourcing)*.

---

<sup>6</sup> sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 18.506.335, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 18.819.459 (après retraitement de la perte des droits de vote double résultant de l'acquisition du bloc)

La mission d'Umanis consiste à accompagner la transformation IT de ses clients tout en garantissant la fiabilité et le contrôle des nouveaux outils ainsi que leurs coûts. La Société accompagne ainsi les entreprises sur la globalité de leurs projets (conseil, développement, intégration, infogérance et conduite du changement) selon plusieurs modes d'intervention : prestation sur site, forfait, et centres de services. Pour ce faire, la Société offre des plateformes dédiées au traitement des données, des plateformes de gestion de projet, des prestations de conseil en expérience digitale, des solutions sur mesure pour les fonctions financière, ressources humaines et marketing, et enfin des infrastructures et *cloud* pour fiabiliser l'informatique.

En croissance depuis sa création et confortée par son introduction en bourse en 1998, Umanis ambitionne d'intégrer le Top 15 français des ESN en 2022, objectif matérialisé avec le Plan Expansion 2022. Pour atteindre cet objectif, la Société fait régulièrement l'acquisition de sociétés du secteur dont six dans les quatre dernières années, et signe des partenariats avec des éditeurs pour former ses consultants et proposer une offre de services à jour technologiquement.

Umanis est implantée dans cinq pays : en France et au Maroc, pays dans lesquels elle réalise la majeure partie de son activité, en Suisse, en Espagne et au Luxembourg. La France compte une vingtaine d'agences et centres de services répartis sur tout le territoire comme à Paris, Lyon, Toulouse, Strasbourg et Aix-en-Provence. La Société emploie plus de 2.900 collaborateurs en 2021 lui permettant de s'adresser à l'ensemble des secteurs d'activité, dont l'automobile, la banque/assurance, le commerce et la distribution, l'énergie et l'industrie. Son chiffre d'affaires est réalisé presque exclusivement grâce à son activité de prestation de conseil et d'ingénierie (97,5% du chiffre d'affaires en 2021), le reliquat étant issu de son activité d'exploitation de centres d'appels.

### 1.1.2.2 - Historique de Umanis

Umanis est fondée en 1990 par Laurent Piepszownik sous le nom d'Europstat. Initialement spécialisée en analyse statistique de données, elle prend rapidement un virage vers l'informatique décisionnelle, puis lance trois ans plus tard son activité de recherche clinique (CRO) et développe son cœur d'expertise historique : le traitement des données.

En 1994, la Société connaît une croissance rapide et lance de nouvelles activités, comme les applications web et la gestion de la relation client. Dans sa lancée, Umanis effectue son introduction en bourse en 1998 sur le marché Alternext (désormais dénommé Euronext Growth).

En 1999, la Société commence son développement à l'international en s'implantant dans 4 pays : Pologne, Italie, Maroc et Allemagne. Elle compte alors 300 collaborateurs. Cette année marque également le début de la croissance externe de la Société et de sa diversification par la réalisation de quatre acquisitions en deux ans : le spécialiste français de la base de données, Arche, et trois agences de communication digitale, à savoir Hémisphère Droit rachetée au groupe Havas, l'agence Winch et la radio Sport O'FM.

Au début des années 2000, Europstat change de nom pour devenir Umanis et crée une nouvelle filiale, Call One (désormais Umanis Managed Services), intervenant à tous les niveaux de la chaîne de valeur de la relation client. À la fin de l'année 2003, la Société a triplé ses effectifs, passant de 300 à 900 collaborateurs en quatre ans.

En 2007, Umanis décide de se recentrer sur ses métiers historiques, que sont le traitement de données par le biais de l'informatique décisionnelle, la gestion de la relation client et le numérique. En parallèle, la Société ouvre son premier centre de services à Tours.

Entre 2011 à 2015, Umanis complète son maillage territorial en ouvrant de nouvelles agences, et procède à l'implantation d'un centre de services *nearshore* à Casablanca (Maroc). Cette dynamique lui permet d'afficher une croissance de son chiffre d'affaires de l'ordre de 8% par an. Durant cette période, Umanis complète son offre de services en signant l'acquisition en 2011 d'un spécialiste du secteur de

la banque et de l'assurance, l'ESN Aura Group (23m€ de chiffre d'affaires), puis l'ESN Hélise en 2013 (37m€ de chiffre d'affaires) spécialisée en ingénierie de production et infrastructures.

Les années suivantes sont également marquées par de nouvelles acquisitions sur le cœur de métier d'Umanis, le traitement de données. L'ESN Cella (40m€ de chiffres d'affaires) est rachetée en 2016 puis Primlog en 2017 (9m€ de chiffre d'affaires) pour renforcer son expertise dans les métiers de l'assurance. Hélise et Umanis procèdent à une uniformisation de leurs marques pour n'opérer plus que sous le nom d'Umanis et ses filiales dédiées (Umanis Life Science pour l'activité CRO et Umanis Managed Services pour la filiale Call One).

L'année 2018 est caractérisée par l'adoption d'un plan stratégique nommé Expansion 2022, dans lequel l'ambition est l'entrée d'Umanis dans le Top 15 des ESN en France en atteignant 400 millions d'euros de chiffre d'affaires à l'horizon 2022, dans le but de couvrir toutes les attentes de ses clients dans les métiers phares de la société, à savoir le *Big Data & l'Intelligence Artificielle*, l'*Infrastructure* et le *Cloud*, le *Digital Experience*, l'intégration de solutions métiers (SIRH et CRM) et le BPO. Dans cette lignée, Umanis procède à l'acquisition de l'ESN CMS Group (20m€ de chiffre d'affaires). Cette même année, le fonds d'investissement LFPI Gestion puis Amundi entrent au capital d'Umanis en devenant associés de la holding Mura.

Dans la poursuite du plan stratégique, Umanis acquiert quatre sociétés en 2019 : des cabinets de conseil comme Contact Consulting (5m€ de chiffre d'affaires) spécialisé en management et SI, et Neonn (7m€ de chiffre d'affaires) spécialisé dans le pilotage de la performance financière des grands groupes, et des ESN comme Océane Consulting Nord (8m€ de chiffre d'affaires) et EBIZNEXT (9m€ de chiffre d'affaires), cette dernière étant spécialisée en architecture des systèmes d'information et en stratégie digitale. Le chiffre d'affaires d'Umanis s'élève alors à 219 millions d'euros.

En 2020, Umanis lance un vaste plan de recrutement de 1.050 collaborateurs, dont 800 créations de poste, afin de soutenir sa croissance et atteindre les objectifs du plan Expansion 2022. La Société est même désignée quatrième entreprise française et première ESN offrant le meilleur équilibre de vie pendant le confinement, selon un classement établi par Glassdoor. Durant le premier confinement, la Société a mis en télétravail plus de 95% de ses collaborateurs ayant conservé une activité et a souscrit en juin 2020 à un Prêt Garanti par l'Etat de 10m€. Au cours de l'année, le groupe procède début 2020 à la constitution d'Umanis Switzerland et fusionne les sociétés Océane Consulting Nord, Océane Consulting NORD IS et Contacts Consulting dans Umanis SA.

En 2021, Umanis poursuit sa croissance externe avec l'acquisition de l'ESN Alphonse (environ 20m€ de chiffre d'affaires), spécialisée dans la transformation digitale des ETI et grands comptes. Elle reste une filiale d'Umanis opérant sous son propre nom. Consécutivement à cette opération, Umanis annonce le rachat de l'ESN Suntseu (environ 5m€ de chiffre d'affaires), société de conseil et d'intégration spécialisée dans le CRM et plus particulièrement sur les solutions Salesforce.

Approchée par CGI qui souligne la complémentarité entre les deux sociétés en termes de compétences, de vision et de valeurs, Umanis annonce le 11 mars 2022 le projet d'acquisition par CGI portant sur une participation représentant 70,6% du capital et 81,9% des droits de vote de la Société.

### **1.1.2.3 - Actionnariat de Umanis**

A la suite de l'acquisition le 31 mai 2022 par CGI France (en vertu du contrat d'acquisition conclu le 25 avril 2022) d'un bloc d'actions auprès de Mura et Olivier Pouligny représentant 70,59% du capital, l'actionnariat de Umanis se présentera comme suit :

<b>Actionnariat d'Umanis postérieurement à l'Acquisition du Bloc</b>				
<b>Actionnaires</b>	<b>Nombre d'actions</b>	<b>% du capital</b>	<b>Droits de vote théoriques</b>	<b>% des droits de vote théoriques</b>
CGI France*	13 063 734	70,59%	13 063 734	69,42%
Auto-détention	471 289	2,55%	471 289	2,50%
Public	4 971 312	26,86%	5 284 436	28,08%
<b>Total</b>	<b>18 506 335</b>	<b>100,00%</b>	<b>18 819 459<sup>1</sup></b>	<b>100,00%</b>

*Source : Projet de note d'information*

*\*société détenue indirectement par CGI*

*<sup>1</sup> sur la base du nombre des droits de vote double existants après retraitement de la perte de droits de vote double résultant de l'acquisition du bloc*

### **1.1.2.4 - Description du marché**

L'industrie informatique peut être divisée en trois grandes familles :

- Les services numériques, qui incluent le conseil informatique, l'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, l'infogérance, et la maintenance ;
- Les logiciels, qui incluent des solutions de traitement de texte aux logiciels de planification des ressources ;
- Le matériel (*hardware*) : ordinateurs, tablettes tactiles, équipements de réseaux, périphériques (imprimantes, etc.).

Umanis se positionne sur le segment des services numériques. Le segment des services numériques est constitué de cinq grandes catégories :

- Le conseil informatique, qui consiste à assister les clients, au regard de leurs besoins, face aux évolutions technologiques dans l'informatique ;
- L'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, ces missions correspondant à la conception, la réalisation et la mise en place de solutions identifiées comme optimales dans la phase d'étude d'un système d'information ;
- L'infogérance, correspondant à la prise en charge totale ou partielle, par le prestataire, du système d'information du client, dans un cadre généralement pluriannuel et forfaitaire. Le client reste responsable de la maîtrise d'ouvrage du système d'information et des nouvelles applications ;
- La maintenance (applicative ou matérielle), l'assistance et la formation informatique. Deux catégories de maintenance et assistance technique peuvent être définies selon les prestations fournies : la tierce maintenance matérielle (TMM) qui concerne les services liés au matériel informatique (*hardware*), la maintenance étant dite tierce lorsque le prestataire est différent du constructeur de matériel ; et la tierce maintenance applicative (TMA) qui correspond à des services de maintenance d'applications (*software*) proposés par une société indépendante de l'éditeur ; et

- D'autres services informatiques qui existent comme la récupération de données à partir d'un disque dur (ou d'un autre support de stockage) endommagé ou la mise à disposition d'installations informatiques et la duplication logicielle pour permettre la reprise des traitements par le personnel du client en cas de sinistre informatique.

Umanis est une Entreprise de Services du Numérique (ci-après « ESN ») se situant dans les trois premières catégories et qui propose des services de traitement de données, de management et transformation, d'infrastructure et *cloud*, d'intégration de solutions métiers ainsi que diverses solutions à destination des entreprises afin de les accompagner dans leur transformation IT et digitale.

Le secteur des services numériques est caractérisé par une forte présence d'acteurs indépendants, près de la moitié des acteurs du secteur en France étant des entreprises unipersonnelles. Néanmoins, bien qu'elles répondent au besoin de proximité exprimé par les clients, le poids des petites structures en matière de chiffre d'affaires reste relativement faible face aux principaux acteurs qui captent les projets des grands comptes. Les principaux acteurs du secteur peuvent être classés en quatre catégories :

- Les « Big ESN », qui proposent des offres intégrées couvrant l'ensemble des besoins du client, du conseil à la maintenance de systèmes informatiques en passant par l'infogérance et l'intégration de solutions applicatives. Ces géants mondiaux des services numériques n'hésitent pas à se séparer de certains actifs jugés non stratégiques (comme l'infogérance) pour mieux investir dans des domaines de pointe (*cloud computing*, intelligence artificielle, etc.). Les cinq acteurs principaux en France sont Capgemini, Atos, IBM, Accenture et Sopra Steria. Ces entreprises, de dimension internationale, assistent principalement les multinationales dans la transformation digitale de leurs métiers et s'appuient largement sur l'*offshoring* ;
- Les ESN et intégrateurs technologiques européens et nationaux. Ces derniers agissent principalement dans le déploiement de solutions technologiques fournies par des prestataires externes. Comme Umanis, les services proposés incluent la transformation IT et digitale. Parmi les acteurs principaux figurent des groupes français et européens tels que Econocom (société belge), Devoteam, Aubay, Infotel et Umanis ;
- Les ESN spécialisées, qui incluent des acteurs comme Orange Business Services. Ce dernier dispose de plusieurs filiales proposant des services divers : intégration de solutions en réseaux, communications unifiées et mobilité, *Big Data*, objets connectés et cybersécurité ;
- Les acteurs du conseil en technologie et en R&D, qui proposent des services d'ESN mais également qui réalisent des opérations de conception et d'industrialisation de produits et d'équipements à dominante industrielle. Ces acteurs ciblent notamment le secteur de l'automobile, l'aéronautique et la défense, l'énergie et l'industrie mécanique. Les acteurs principaux sont Altran (acquise par Capgemini en 2019), Alten et Assystem.

Le nombre d'entreprises de services numériques n'a cessé de croître depuis 2011 jusqu'en 2018 (+50%) pour atteindre plus de 25.000 unités à travers l'Hexagone, et cette tendance se poursuit encore aujourd'hui. L'arrivée de nouveaux entrants étant facilité par les faibles barrières à l'entrée du secteur (légers investissements financiers et matériels, etc.). Entre 2015 et 2019, ce sont près de 90.000 salariés supplémentaires qui ont été embauchés, faisant passer les effectifs du secteur à plus de 400 000 personnes (hors autoentrepreneurs) en 2020 et ce, malgré le développement du modèle *offshore* consistant à délocaliser une partie de ses activités à l'étranger dans des pays où le coût de la main d'œuvre est plus faible, et de l'inversion du rapport de force avec les clients dans les dernières années compte tenu de la concurrence accrue sur ce secteur. La croissance des effectifs salariés a même eu tendance à s'accélérer ces dernières années (notamment à partir de 2016), les ESN bénéficiant du processus de transformation digitale qui gagne les pans entiers de l'économie (industrie, distribution, services, santé et finance). Toutefois, le secteur a subi les conséquences de la Covid-19 sur son activité, se traduisant par une très faible croissance de l'activité en 2020 (0,8%) et un léger recul du nombre de salariés du secteur, qui s'explique par un tarissement des dépenses des entreprises dans les technologies de l'information et de la communication.

Le secteur des ESN est en pleine polarisation en raison de la multiplication des innovations à valeur ajoutée et des investissements nécessaires à leur maîtrise, les plus grandes ESN développant leur expertise technologique à coups de partenariats et de croissance externe quitte à être plus dépendants de leurs fournisseurs (*cloud providers* et éditeurs de logiciels) tandis que les ESN plus locales et moins armées restent cantonnées à des prestations à plus faible valeur ajoutée.

Les principaux déterminants de l'activité des ESN en France sont les suivants :

- Les dépenses dans les technologies de l'information (TI), qui sont considérées comme stratégiques par les entreprises et les organismes publics. Cependant, ils sont très dépendants de la conjoncture économique et des perspectives d'activité des entreprises, ces dernières pouvant retarder certaines dépenses ou investissements pour disposer d'une meilleure visibilité.
- Le degré d'externalisation des services IT, les entreprises confiant de plus en plus la gestion de leur parc informatique à un prestataire externe et spécialisé. L'infogérance permet notamment à l'entreprise de se concentrer sur son cœur d'activité et de réduire son budget IT alloué à l'amélioration de la qualité de ses systèmes d'informations.
- La digitalisation de l'économie, dont les cinq principaux leviers sont regroupés sous l'acronyme des « SMACS » (réseaux sociaux, mobilité, analytique, *cloud computing*, cybersécurité), fait émerger de nouvelles attentes du côté des donneurs d'ordres. Or, une majorité de DSIs reconnaissent ne pas détenir les compétences nécessaires pour profiter de l'ensemble des possibilités offertes par ces nouvelles solutions.
- La montée en puissance du *cloud computing* qui agit comme le principal facilitateur de la transformation numérique de l'économie, en rendant possible le déploiement rapide et sans investissements lourds de solutions innovantes. Les ESN ont ainsi tendance à se transformer en fournisseurs globaux de solutions *cloud* et de services associés, à la fois en matière de conseil, d'intégration des nouvelles applications, de formation à leur utilisation, etc. Néanmoins, l'essor du *cloud computing* exerce une incidence sur l'infogérance, dans la mesure où il entraîne moins d'interventions sur site et une extension des contrats de maintenance à distance.
- La concurrence des opérateurs étrangers et l'*offshoring* qui s'intensifie dans les services informatiques. Elle est notamment le fait des filiales françaises des grandes ESN indiennes, qui bénéficient de coûts fixes plus faibles en recourant massivement à l'*offshore*, et exercent donc une forte concurrence sur les prix sur le marché national. Soucieux de conserver leur niveau de compétitivité, les grands groupes français réagissent à cette concurrence en transférant également une part croissante de leur activité dans des centres de services détenus à l'étranger, ce qui entretient les tensions sur les prix pratiqués sur le marché français et pèse sur l'activité sectorielle.
- Le rapport de forces avec les clients, du fait de l'augmentation du nombre d'acteurs sur le marché incitant les opérateurs à mettre en place des stratégies commerciales agressives, adjointes de baisses de tarifs pour rester compétitifs. Cette tendance est confortée par la standardisation des prestations « basiques » comme l'infogérance tirant les prix vers le bas, ainsi que par l'amélioration des capacités des clients à déterminer le juste prix des nouvelles prestations comme sur le segment SMACS.
- La capacité à proposer des solutions innovantes avec l'intensification de la concurrence, et dans un contexte de forte mutation technologique dans le domaine informatique. Le niveau d'activité des ESN est intrinsèquement lié à leur capacité à offrir des solutions innovantes et appropriées aux évolutions de la demande des clients (*cloud computing*, *big data*, cybersécurité, etc.). Cette obligation de positionnement sur les nouvelles technologies se traduit par des signatures de partenariats entre opérateurs mettant en commun leurs compétences pour offrir des solutions innovantes à leurs clients.

Après avoir connu des croissances de 9,5% en 2017, 9,1% en 2018 et 8,2% en 2019, le chiffre d'affaires des services numériques a augmenté de « seulement » 0,8% en 2020, subissant les effets de la crise sanitaire, restant maîtrisées compte tenu de la baisse du PIB en France la même année (-8,0%).

Les marges d'exploitation des opérateurs sont fortement impactées en raison d'une concurrence importante entre les ESN, très nombreuses et faiblement différencierées, qui s'observe également sur le recrutement des collaborateurs.

Toutefois, les perspectives du secteur restent favorables car les ESN pourront profiter du plan de relance et du processus de numérisation de l'État qui prévoit 1,4md€ pour la modernisation des outils numériques en santé et 250m€ pour la digitalisation des collectivités locales. Les ESN pourront également capter l'essor du « green IT », répondant à des pressions exercées sur les sociétés par le grand public, les investisseurs et les autorités.

Par ailleurs, les tendances de fond qui animent ce secteur depuis plusieurs années sont toujours d'actualité. Citons parmi elles la transformation digitale des industriels dans l'automatisation de leurs process, ou encore la digitalisation des entreprises de services et de distribution (et plus particulièrement du secteur de la banque et assurance) portée par une démocratisation des usages digitaux dont la praticité et leur aptitude à changer nos modes de consommation sont appréciées par les consommateurs. Cette combinaison d'indicateurs positifs débouche sur des perspectives prometteuses pour le secteur avec une croissance attendue de 6,3% pour 2021 et de 7,1% en 2022, selon les dernières estimations du Syntec Numérique en date du 6 décembre 2021, en ligne avec l'augmentation des budgets IT sur la période ainsi que le recalibrage des objectifs des DSI, dont la sécurisation du système informatique arrive en première position.

#### 1.1.2.5 - Comptes consolidés de Umanis

Le périmètre de consolidation du groupe Umanis, dont la société tête de groupe est Umanis SA, comprend 17 sociétés (contre 14 sociétés à fin 2020) qui sont toutes consolidées par intégration globale. Au 31 décembre 2021, le périmètre de consolidation du groupe Umanis comprenait les sociétés suivantes :

<b>Périmètre de consolidation du groupe Umanis au 31 décembre 2021</b>				
<b>Société</b>	<b>Pays d'activité</b>	<b>Méthode de conso.</b>	<b>% de contrôle</b>	<b>% d'intérêts</b>
Umanis SA	France	Société mère		
<b>Etudes, conseils, formations</b>				
Umanis Institut	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
Umanis Investissement	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
Umanis Ingénierie	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
NEONN	France	Intégration globale	60,00%	60,00%
NEONN Advisory Morocco	Maroc	Intégration globale	66,60%	39,96%
Umanis Innovatives Services	Espagne	Intégration globale	100,00%	99,81%
Umanis Luxembourg	Luxembourg	Intégration globale	100,00%	100,00%
Umanis BPO Maroc	Maroc	Intégration globale	100,00%	100,00%
Umanis Switzerland	Suisse	Intégration globale	70,00%	70,00%
Umanis (Belgique) SPRL	Belgique	Intégration globale	99,81%	99,81%
Umanis (Pologne) Sp Z.o.o.	Pologne	Intégration globale	100,00%	99,81%
<b>Centre d'appel</b>				
Umanis Managed Services	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
<i>Umanis Intermédiation</i>	Maroc	-	<i>Succursale<sup>1</sup></i>	<i>Succursale<sup>1</sup></i>
<b>Sortie en 2021</b>				
EBIZNEXT <sup>2</sup>	France	Intégration globale	-	-
<b>Entrées en 2021</b>				
ALPHONSE	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
Suntseu	France	Intégration globale	96,34%	50,10%
NOVA	France	Intégration globale	100,00%	52,00%
Suntseu Holding	France	Intégration globale	52,00%	52,00%

<sup>1</sup> Succursale d'Umanis Managed Services

<sup>2</sup> Suite fusion absorption par Umanis SA

Du fait de sa cotation sur Euronext Growth Paris, la Société a choisi d'appliquer le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021.

La Société applique notamment depuis le 1er janvier 2019 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location sans avoir ajusté l'exercice clos au 31 décembre 2018 à titre de comparaison, les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau des immobilisations (corporelles notamment) et de la dette financière au bilan et des loyers, dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt (coût de l'endettement financier net) au compte de résultat.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques et prévisionnels communiqués qui intègrent les effets de la norme IFRS 16 (comme les comptes consolidés 2019, 2020 et 2021 ainsi que le plan d'affaires de la Société) et que nous avons retraités afin de se baser sur des agrégats financiers n'intégrant pas les effets de cette norme pour les besoins de notre valorisation.

#### 1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2021

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

Umanis - Compte de résultat			
En k€	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
ESN	212 679	208 771	239 859
Centres d'Appel	6 547	6 098	6 093
<b>Chiffre d'affaires total</b>	<b>219 225</b>	<b>214 869</b>	<b>245 952</b>
<i>Croissance (%)</i>	<i>6,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>14,5%</i>
Achats de marchandises	-793	-344	-1 205
Charges externes	-43 500	-41 749	-47 136
Charges de personnel	-150 592	-145 391	-165 642
Impôts et taxes	-2 614	-3 095	-3 616
Autres produits et charges d'exploitation	484	-124	423
Dotations aux amortissements	-5 633	-6 900	-8 294
<b>Résultat opérationnel courant (EBIT)</b>	<b>16 577</b>	<b>17 267</b>	<b>20 482</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,3%</i>
Autres produits et charges opérationnels	-4 131	2 502	-128
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>12 446</b>	<b>19 769</b>	<b>20 354</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>5,7%</i>	<i>9,2%</i>	<i>8,3%</i>
Coût de l'endettement financier net	-2 304	-2 403	-2 287
Autres produits et charges financiers	-268	13	-341
Impôt sur le résultat*	-2 532	-3 497	-5 554
<b>Résultat net</b>	<b>7 342</b>	<b>13 882</b>	<b>12 171</b>
<i>dont :</i>			
<i>Part du Groupe</i>	<i>7 358</i>	<i>14 097</i>	<i>12 852</i>
<i>Part des minoritaires</i>	<i>-16</i>	<i>-215</i>	<i>-681</i>
<b>Agrégats en % du chiffre d'affaires</b>			
Charges externes	-19,8%	-19,4%	-19,2%
Charges de personnel	-68,7%	-67,7%	-67,3%
Impôts et taxes	-1,2%	-1,4%	-1,5%
Dotations aux amortissements	-2,6%	-3,2%	-3,4%
<b>EBIT pré-IFRS 16</b>	<b>16 189</b>	<b>17 153</b>	<b>20 296</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,3%</i>

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 d'Umanis

\*Y compris la CVAE

n.a. : non applicable

### Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'Umanis, essentiellement réalisé en France<sup>7</sup> (98,1% du chiffre d'affaires en 2021), est dans sa quasi-totalité constitué de la vente de prestations de services rattachées à l'activité ESN (97,5% en 2021), ainsi que de revenus liés à l'activité Centres d'appel (2,5% en 2021). Les prestations de type ESN correspondent aux domaines d'expertise de référence de la Société que sont le *Big Data*, constituant environ la moitié de l'activité, l'*Infrastructure & Cloud*, l'expérience digitale, représentant respectivement près du quart du chiffre d'affaires chacun, et le BPO (*Business Process Outsourcing*). L'activité est issue pour une large majorité de contrats en régie<sup>8</sup>.

---

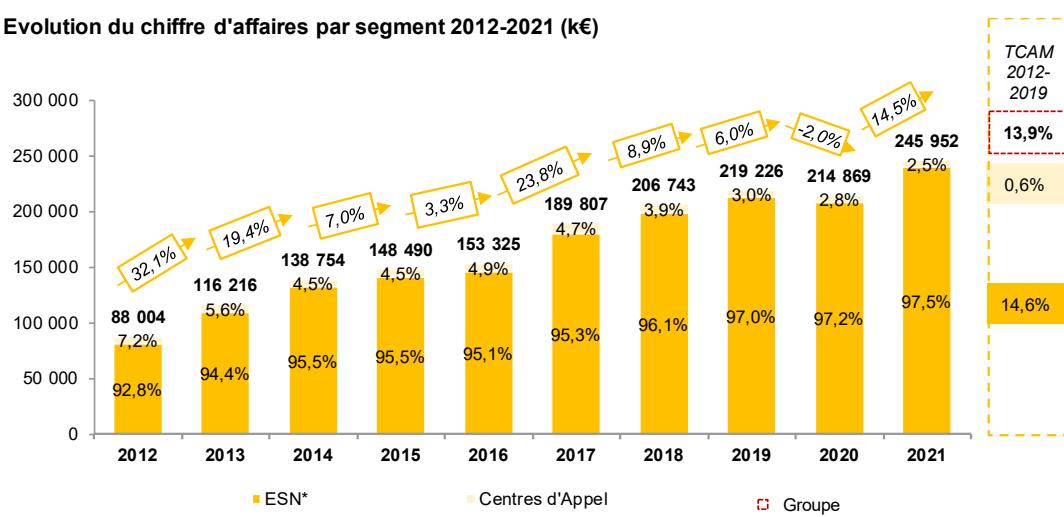
<sup>7</sup> Intégrant une part mineure d'activité réalisée au Maroc, correspondant principalement à l'activité Centres d'Appel

<sup>8</sup> La prestation en régie, à distinguer de la prestation au forfait, est facturée en fonction du temps de travail effectué, généralement sur une base quotidienne. On applique alors un Taux Journalier Moyen (TJM), qui correspond au montant payé pour une journée de travail effectuée par le consultant

Entre 2012 et 2019, le chiffre d'affaires d'Umanis connaît une croissance continue, avec un taux de croissance annuel moyen (TCAM) s'établissant à 13,9% sur la période. L'année 2020 est marquée par un repli dans le contexte de la pandémie de Covid-19 (-2,0%), pour ensuite renouer avec la croissance en 2021 (+14,5%). Cette dynamique haussière est pour partie portée par des opérations de croissance externe récurrentes, avec principalement l'acquisition d'Hélice en 2013, puis une série d'acquisitions entre 2017 et 2021 : Cella Informatique (fin 2016 à effet en 2017) et Primlog (2017), Contacts Consulting, Océane Consulting Nord, Neonn, Ebiznext (2019), puis Alphonse et Suntseu (2021). Ces acquisitions s'inscrivent dans le cadre d'une stratégie de massification, avec pour objectif une rationalisation de coûts de conquête et l'atteinte d'un volume critique.

Le chiffre d'affaires de l'activité Centres d'Appel qui s'établissait à 6,3m€ en 2012 et représentait 7,2% du total en 2012 est resté stable en valeur sur la période et ne représente plus que 2,5% du chiffre d'affaires d'Umanis en 2021.

**Evolution du chiffre d'affaires par segment 2012-2021 (k€)**



Source : rapports annuels d'Umanis

En 2013, la Société réalise une croissance de 32,1% significativement portée par l'acquisition en avril 2013 de la société Hélice. Par cette opération, Umanis a renforcé sa position dans le domaine de l'infrastructure et de la production.

La contribution de cette acquisition en année pleine en 2014 (12 mois contre 8 mois en 2013) permet à la Société d'atteindre 19,4% de croissance en 2014, la croissance organique étant d'environ 7% cette même année.

Par la suite, en 2015 et 2016, Umanis extériorise, en l'absence d'acquisitions sur ces exercices, de la croissance organique. Umanis voit sa croissance s'établir à 7,0% en 2015 puis à 3,3% en 2016.

La croissance d'Umanis, y compris en ne tenant compte que de sa part organique sur l'année 2014, est supérieure à celle du marché de l'ESN sur cette période (respectivement +1,0%, +2,5% et +2,7% en 2014, 2015 et 2016 selon Syntec Numérique).

L'activité est portée par sa stratégie de positionnement dite multi-spécialisée sur plusieurs domaines d'expertises (notamment CRM, BI et E-Business), face à des ESN généralistes de très grande taille. Le positionnement historique d'Umanis sur le secteur de la Data (2/3 de son activité en 2015) constitue

alors un atout clé, ainsi que le développement de l'activité digitale d'Umanis, soutenue par les chantiers engagés par les organisations pour mener leur transformation numérique.

Entre les années 2017 et 2019, la croissance de l'activité Umanis apparaît intégralement portée par les acquisitions réalisées :

- en 2017, le chiffre d'affaires Umanis, s'établissant à 189,8m€ (+23,8%) inclut l'acquisition de Cella depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2017 et de Primlog depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2017, ainsi que la cession au second semestre d'activités non stratégiques et à faible marge<sup>9</sup> ;
- en 2018, le chiffre d'affaires Umanis, qui s'établit à 206,7m€ (+8,9%) inclut l'acquisition du fonds de commerce CMS Group à compter du 30 avril 2018. L'activité reste bien orientée, en particulier sur les nouvelles offres (Intelligence Artificielle, *Bots*, *Data science*, *Deep learning*, RGPD, etc.) ;
- en 2019, le chiffre d'affaires Umanis, s'élevant à 219,2m€ (+6,0% intégrant une légère décroissance organique estimée à -3%) inclut quatre acquisitions : Contacts Consulting, Océane Consulting Nord, le cabinet de conseil Neonn, ainsi qu'Ebiznext, contre une croissance du marché ESN d'un niveau de 3,1% selon Syntec Numérique. La Société réaffirme ainsi notamment son ancrage *data-driven* concernant son offre auprès des métiers en étoffant son offre d'accompagnement (via Neonn), et étend son savoir-faire sur le conseil en management et en organisation (via Contacts Consulting).

En 2020, marquée par l'impact de la pandémie de Covid-19, l'activité d'Umanis est en recul avec un chiffre d'affaires de 214,9m€ (-2,0% dont -9% estimés à périmètre constant du fait de l'effet résiduel des acquisitions 2019 en année pleine 2020, en l'absence d'opérations de croissance externe pour cette année). Le secteur dans son ensemble est en repli, avec une croissance du chiffre d'affaires des ESN s'établissant à -4,2% pour l'année 2020.

En 2021, la Société affiche une croissance de 14,5%, (dont environ 6% de croissance organique estimée) du fait de l'acquisition des sociétés Alphonse et Suntseu consolidées respectivement au 1<sup>er</sup> mars et 1<sup>er</sup> octobre 2021. Outre la croissance externe, la progression observée a été portée par divers facteurs, dont notamment :

- le plan de recrutements 2021, ayant permis de passer d'un effectif moyen de 2.633 collaborateurs en 2020 à 2.918 en 2021 (+10,8%),
- la dynamique commerciale soutenue (gain de plusieurs projets pluriannuels de massification au cours de l'exercice),
- l'amélioration du taux d'activité, avec un TACE<sup>10</sup> en progression de près de 5 points par rapport à l'exercice 2020.

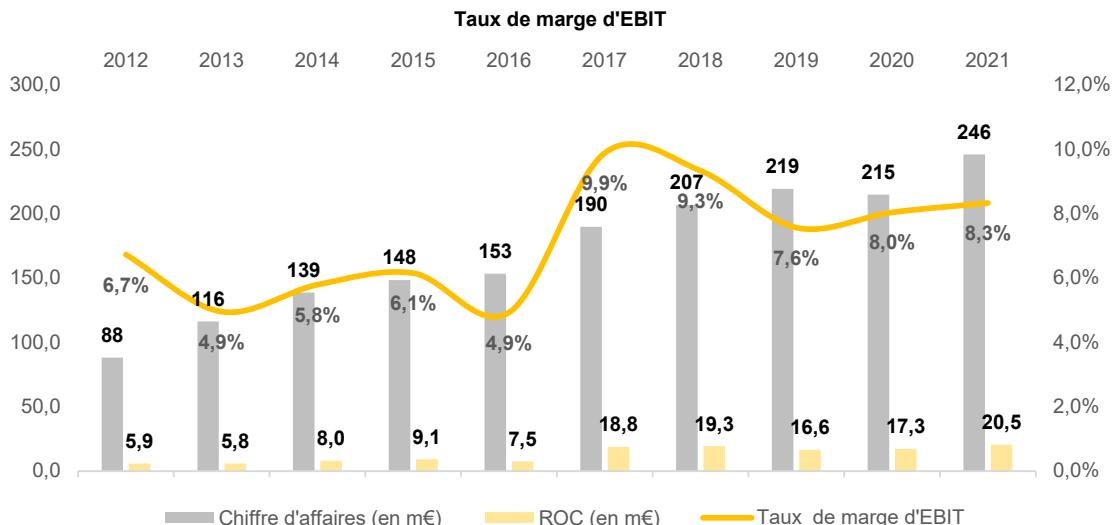
#### Le résultat opérationnel courant (ROC / EBIT)

L'évolution de la marge opérationnelle courante historique d'Umanis sur la période 2012-2021 est présentée ci-dessous :

---

<sup>9</sup> Achat et revente de matériel informatique de la société Umanis Computer et certaines prestations sous-traitées issues de l'acquisition de Cella

<sup>10</sup> Taux d'Activité Congés Exclus



La marge opérationnelle s'apprécie au regard d'indicateurs clés de performance de la Société tels que le Taux d'Activité Congés Exclus (TACE), le Taux Journalier Moyen et le Coût Journalier Moyen.

Les charges opérationnelles courantes de Umanis comprennent principalement les charges de personnel (plus de 76% des charges opérationnelles courantes et 67% du chiffre d'affaires en 2021) et les charges externes (sous-traitance, location de véhicules et matériel informatique, charges télécoms, frais de communication et marketing, frais de recrutement et de formation principalement). Les charges opérationnelles courantes (et notamment les charges de personnel) intègrent par ailleurs le produit de Crédit Impôt Recherche (ci-après « CIR »).

Le résultat opérationnel courant (ci-après « ROC » ou « EBIT ») pour l'année 2013 s'élève à 5,8m€ (4,9% du chiffre d'affaires), contre 5,9m€ (6,7% du chiffre d'affaires) en 2012. La dégradation du taux de marge d'EBIT résulte de l'intégration d'Hélice aux comptes de la Société, cette nouvelle entité étant encore lourdement déficitaire au moment de sa prise de contrôle par Umanis (avril 2013).

L'amélioration de la profitabilité d'Umanis en 2014 (5,8% du chiffre d'affaires) est attribuable au succès du plan de *recovery* engagé par Hélice depuis fin 2012, cette dernière ayant dégagé un résultat opérationnel 2014 proche de l'équilibre.

L'amélioration se poursuit en 2015 (6,1% du chiffre d'affaires), soutenue par un accroissement progressif des modes de contractualisation avec engagement (forfait, centres de services *onshore* et *nearshore*) plus compétitifs, qui tendent à représenter trois quarts de l'activité.

L'exercice 2016 extériorise une baisse du taux de marge d'EBIT (4,9% du chiffre d'affaires), notamment attribuable à une augmentation du poids des charges de personnel (évoluant de 68% du chiffre d'affaires à 70% du chiffre d'affaires).

L'année 2017 est marquée par une sensible hausse du taux de marge opérationnelle courante, atteignant son plus haut historique sur la période à 9,9% du chiffre d'affaires. Un « saut quantique » est réalisé avec d'une part l'intégration de la société Cella Informatique (*Big Data*) et la restructuration managériale qui en découle, couplée à l'intégration réussie de Primlog ; et d'autre part, avec l'arrêt au second semestre 2017 des activités non stratégiques et à faible marge (voir ci-dessus) ayant permis de

doper le résultat opérationnel. De ce fait, le groupe voit son TJM (Taux Journalier Moyen) croître plus fortement que le CJM (Coût Journalier Moyen) sur l’année.

En 2018, bien qu’en légère baisse, la marge d’EBIT se maintient à un niveau élevé (9,3%), conforme à l’objectif fixé d’une marge opérationnelle courante supérieure à 9%. En dépit d’une légère baisse du taux d’activité, le TJM progresse plus vite que le CJM dans un contexte de recrutement compétitif marqué par la pénurie de profils, induisant une inflation salariale.

L’année 2019 est marquée par quatre opérations de croissance externe réalisées sur l’exercice. Dans ce contexte d’intégration, tendant à pénaliser la rentabilité, la marge de ROC s’établit à 7,6% du chiffre d’affaires (7,4% hors impact IFRS 16). Des mesures d’amélioration de l’efficacité opérationnelle mises en œuvre au second semestre 2019 (optimisation du taux d’activité, augmentation du TJM et contrôle strict des dépenses) ont permis une nette augmentation de la rentabilité sur l’exercice ; pour le seul second semestre 2019, la marge d’EBIT s’établit ainsi à 9,8%.

En 2020, en dépit de la pandémie de Covid-19 et de la diminution du chiffre d’affaires (-2,0%) qui en découle, la marge d’EBIT progresse légèrement en valeur relative, s’établissant à 8,0% du chiffre d’affaires (8,0% également hors IFRS 16). La politique de gestion stricte des coûts et les mesures gouvernementales de soutien (notamment le dispositif d’activité partielle) ont permis d’amortir l’impact de la crise sanitaire sur la rentabilité. La croissance du CJM apparaît néanmoins pour la seule fois sur la période 2016-2021, supérieure à celle du TJM.

L’amélioration de la marge opérationnelle courante se poursuit en 2021, s’établissant à 8,3% du chiffre d’affaires (8,3% également hors IFRS 16), sous l’effet de l’amélioration du taux d’activité et de la croissance de l’activité permettant une meilleure absorption des frais fixes.

#### *Le résultat opérationnel (RO)*

Le passage entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel s’effectue par le poste intermédiaire « Autres produits et charges opérationnels » qui est constitué d’éléments non récurrents.

Les autres produits et charges opérationnels s’élèvent respectivement à -4.131k€ en 2019, 2.502k€ en 2020 et -128k€ en 2021 et sont principalement liées aux régularisations de CIR antérieurs ainsi qu’à des honoraires et coûts d’acquisition non récurrents, notamment en 2019.

Il en découle des taux de marge opérationnelle respectifs pour les années 2019, 2020 et 2021 de 5,7%, 9,2% et 8,3%.

Les honoraires et autres coûts des quatre acquisitions réalisées en 2019, combinées à une régularisation de CIR antérieur négatif, expliquent le passage d’un ROC de 16.577k€ (7,6% du chiffre d’affaires) à un RO de 12.446k€ (5,7% du chiffre d’affaires). En 2020, la régularisation positive de CIR antérieur (remontant à 2010 et 2011), constituant la quasi-totalité du poste, implique un RO plus favorable, s’établissant à 19.769k€ (9,2% du chiffre d’affaires) contre un ROC de 17.267k€ (8,0% du chiffre d’affaires). En 2021, les frais des acquisitions réalisées sont compensés par la régularisation positive de CIR, avec un RO très proche du ROC et s’établissant tous deux à 8,3% du chiffre d’affaires.

### Le résultat financier

Le résultat financier de la Société est relativement stable sur la période, et s'établit à -2.629k€ en 2021. Il est principalement constitué des postes d'intérêts d'emprunts et de découverts (-1.946k€ en 2021), d'intérêts sur dette de location (-355k€), et de l'actualisation de la dette (-281k€).

La baisse du résultat financier en 2021 est notamment liée à l'actualisation de la dette (-281k€), montant qui était positif en 2020 (206k€).

### Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-dessus et s'élève à 12.171k€ en 2021. Il comprend une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 5.554k€ composée notamment de la charge d'impôt courante pour 4.116k€ et de la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) en France pour 1.429k€, le groupe considérant que la CVAE répond à la définition d'un impôt sur le résultat telle qu'énoncée par IAS 12.

### EBIT<sup>11</sup>

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé un multiple d'EBIT afin de valoriser la Société par la méthode des multiples.

Conformément aux états financiers publiés par Umanis et au regard de l'analyse que nous effectuons sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le Résultat Opérationnel Courant comme étant l'EBIT. En effet, le ROC d'Umanis est composé de l'ensemble des charges et produits opérationnels (dont frais de restructuration) avant prise en compte des éléments non normatifs de l'activité tels que les régularisations sur CIR antérieur ainsi que des honoraires et coûts d'acquisition non récurrents affectant la comptabilité et la performance financière du Groupe.

Nous avons par ailleurs réintégré à l'agrégat la charge d'intérêts liée aux dettes de location communiquée par la Société, afin d'obtenir un EBIT pré-IFRS 16.

L'EBIT pré-IFRS 16 s'élève ainsi à 20.296k€ en 2021, soit un taux de marge d'EBIT de 8,3%.

---

<sup>11</sup> *Earnings Before Interest & Tax*

### 1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie

#### Bilan économique

<b>Umanis - Bilan économique</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
Goodwill	84 529	84 529	98 375
Immobilisations incorporelles	12 533	10 775	15 365
Droits d'utilisation	11 825	10 324	8 950
Immobilisations corporelles	4 702	4 000	3 946
<b>Actif immobilisé</b>	<b>113 589</b>	<b>109 628</b>	<b>126 636</b>
Actif courant	70 976	57 895	67 690
Passif courant	-63 553	-63 333	-79 979
<b>Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>7 423</b>	<b>-5 438</b>	<b>-12 289</b>
<b>Créances de CIR</b>	<b>28 591</b>	<b>16 441</b>	<b>15 541</b>
<b>Actifs financiers</b>	<b>5 301</b>	<b>5 739</b>	<b>6 497</b>
<b>Impôts différés (nets)</b>	<b>786</b>	<b>262</b>	<b>-1 457</b>
<b>Capitaux Employés</b>	<b>155 689</b>	<b>126 635</b>	<b>134 929</b>
Capital social	2 036	2 036	2 036
Prime d'émission	26 526	26 526	26 526
Autres réserves	31 949	36 272	50 768
Résultats de la période	7 358	14 097	12 852
<b>Capitaux Propres - part du Groupe</b>	<b>67 869</b>	<b>78 931</b>	<b>92 182</b>
Intérêts minoritaires	-16	-207	-1 103
<b>Capitaux Propres</b>	<b>67 853</b>	<b>78 724</b>	<b>91 079</b>
Provisions pour indemnités de départ en retraite	5 759	6 493	6 899
Autres provisions pour passifs éventuels	1 315	1 646	1 637
<b>Provisions pour risques et charges</b>	<b>7 074</b>	<b>8 139</b>	<b>8 536</b>
Emprunts et dettes financières	81 408	94 953	56 335
Dettes de location	12 312	10 630	9 375
Dette financière	93 720	105 583	65 710
Trésorerie et équivalents	-12 958	-65 809	-30 395
<b>Dette financière nette</b>	<b>80 762</b>	<b>39 774</b>	<b>35 315</b>
<b>Capitaux Investis</b>	<b>155 689</b>	<b>126 635</b>	<b>134 929</b>

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 d'Umanis

Au 31 décembre 2021, l'actif immobilisé de Umanis s'élève à 126,6m€ et se compose essentiellement du goodwill et d'immobilisations incorporelles.

Le goodwill du groupe, qui résulte des acquisitions historiques et de la stratégie de croissance externe déployée, s'élève à 98,4m€ au 31 décembre 2021, et représente l'essentiel des capitaux employés. Il concerne dans sa totalité l'UGT « ESN ». Son évolution sur la période 2019-2021 s'explique par les écarts d'acquisition enregistrés en 2021 pour respectivement 11,5m€ dans le cadre de l'acquisition d'Alphonse et de 2,4m€ relatifs à Suntseu.

Les immobilisations incorporelles de la Société s'établissent à 15,4m€ au 31 décembre 2021. Elles se composent principalement de relations clientèle comptabilisées dans le cadre de l'allocation des prix d'acquisition des sociétés acquises historiquement. Au titre de l'exercice 2021, la Société a enregistré une hausse de ces autres immobilisations incorporelles (+4,6m€) attribuable notamment à l'acquisition d'Alphonse.

La Société comptabilise historiquement ses frais de développement en charges et n'a pas activé de montant à ce titre sur les exercices 2019 à 2021.

Les droits d'utilisation concernent les locaux de l'entreprise dont le groupe n'est pas propriétaire. Ces droits d'utilisation relatifs aux contrats de locations s'élèvent à 9,0m€ au 31 décembre 2021 et font suite à l'application de la norme IFRS 16 à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2019. Ainsi, tous les contrats de location opérationnelle sont désormais comparables à des contrats de location-financement et doivent être portés au bilan sous forme de droit d'utilisation et de dette locative.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 3,9m€ au 31 décembre 2021, se composent essentiellement de travaux d'aménagement dans les locaux ainsi que de matériels informatiques, équipements, et mobilier.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les actifs financiers, dont le montant s'élève à 6,5m€ au 31 décembre 2021, sont constitués essentiellement de 4,1m€ de prêts à la construction, de 1,3m€ de dépôts et cautionnements, et de 1,0m€ de parts de FCPI.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (-1,5m€ au 31 décembre 2021) issus essentiellement de différences temporaires provenant de l'écart entre la base fiscale et la valeur comptable des actifs et passifs.

Les capitaux propres (part du groupe) de Umanis s'élèvent à 92,2m€ au 31 décembre 2021. Leur évolution depuis le 31 décembre 2019 découle principalement des résultats réalisés sur les exercices de la période, la Société n'ayant pas distribué de dividendes au titre des trois derniers exercices. La part des capitaux propres consolidés attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle (intérêts minoritaires) est marginale et négative ; elle s'élève à -1,1m€.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 8,5m€ au 31 décembre 2021 contre 8,1m€ au 31 décembre 2020. Elles se composent principalement au 31 décembre 2021 de provisions pour indemnités de départ à la retraite pour 6,9 m€ et de provisions pour litiges prud'homaux pour 1,0m€.

La dette financière nette comptable d'Umanis s'élève à 35,3m€ au 31 décembre 2021. Elle est constituée de dettes financières pour 56,3m€ et de trésorerie pour 30,4m€. Les dettes financières sont notamment relatives à une dette obligataire Euro PP (32m€) ainsi qu'à un crédit Senior relatif aux acquisitions réalisées (17,7m€), souscrits en 2019. La dette financière nette comptable se compose également de dettes de location (IFRS 16) pour 9,4m€ et de dettes financières au titre du financement par le factor des créances sous-traitées (0,9m€).

La diminution de la dette financière nette comptable sur la période s'explique notamment :

- d'une part par l'augmentation de la trésorerie sur l'exercice 2020 du fait de la capacité d'autofinancement générée par la Société (21,8m€) et d'une variation du besoin en fonds de roulement favorable (26,6m€) et ;
- d'autre part par une diminution de l'endettement financier sur l'exercice 2021 suite au remboursement intégral des emprunts PGE de 10m€ et 2m€ (souscrits respectivement par Umanis et Alphonse) et au moindre recours au financement par le factor (0,9m€ de dettes à ce titre au 31/12/2021 contre 27,5m€ au 31/12/2020).

### Besoin en fonds de roulement (BFR)

<b>Umanis - Besoin en Fonds de Roulement</b>		<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>En k€</b>				
<i>Créances clients et comptes rattachés</i>	14 193	9 168	10 743	
<i>Provisions sur créances clients et comptes rattachés</i>	-751	-789	-776	
<i>Actifs sur contrats</i>	12 704	9 035	16 455	
<i>Créances cédées et tirées auprès du Factor</i>	18 457	27 520	863	
Créances clients	44 603	44 934	27 285	
<i>en jours de CA</i>	74 jours	76 jours	40 jours	
Charges constatées d'avance	2 232	1 785	1 789	
<i>en jours de CA</i>	4 jours	3 jours	3 jours	
<i>Créances sur personnel et organismes sociaux</i>	411	983	278	
<i>Créances sur l'état</i>	6 383	3 824	3 122	
Créances fiscales et sociales*	6 794	4 807	3 400	
<i>en jours de CA</i>	11 jours	8 jours	5 jours	
<i>Avances et acomptes versés sur commandes</i>	103	103	119	
<i>Autres créances</i>	17 244	6 266	35 097	
Autres créances courantes	17 347	6 369	35 216	
<i>en jours de CA</i>	29 jours	11 jours	52 jours	
<b>Actif courant</b>	<b>70 976</b>	<b>57 895</b>	<b>67 690</b>	
<i>en jours de CA</i>	118 jours	98 jours	100 jours	
Dettes fournisseurs	-10 825	-11 441	-13 199	
<i>en jours de CA</i>	-18 jours	-19 jours	-20 jours	
<i>Dettes d'impôt courant</i>	-226	-128	-3 589	
<i>Dettes fiscales et sociales</i>	-44 097	-42 177	-51 061	
Dettes fiscales et sociales	-44 323	-42 305	-54 650	
<i>en jours de CA</i>	-74 jours	-72 jours	-81 jours	
<i>Autres dettes</i>	-2 577	-3 096	-3 816	
<i>Passifs sur contrats</i>	-5 828	-6 491	-8 314	
Autres passifs courants	-8 405	-9 587	-12 130	
<i>en jours de CA</i>	-14 jours	-16 jours	-18 jours	
<b>Passif courant</b>	<b>-63 553</b>	<b>-63 333</b>	<b>-79 979</b>	
<i>en jours de CA</i>	-106 jours	-108 jours	-119 jours	
<b>BFR</b>	<b>7 423</b>	<b>-5 438</b>	<b>-12 289</b>	
<i>Chiffre d'affaires</i>	219 225	214 869	245 952	
<i>BFR en jours de CA</i>	12 jours	-9 jours	-18 jours	
<i>BFR en % de CA</i>	3,4%	-2,5%	-5,0%	

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 d'Umanis

\*Les créances sur l'état ont été retraitées de la part courante des créances de CIR

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») en diminution sur la période considérée qui devient notamment négatif à fin 2020 et fin 2021.

Le BFR d'Umanis se compose principalement de créances clients et actifs sur contrats, de créances cédées au factor (dont une part non tirée auprès de ce dernier en autres créances), de dettes fiscales et sociales<sup>12</sup>, de dettes fournisseurs et passifs sur contrats.

Les créances clients s'élèvent à 27,3m€ au 31 décembre 2021. La Société ayant recours à l'affacturage, ces dernières doivent être analysées avec les autres créances courantes (35,2m€), qui se

---

<sup>12</sup> Principalement des dettes sociales correspondant aux salaires des employés d'Umanis SA payés en début de mois suivant

composent essentiellement au 31 décembre 2021 des créances cédées non encore tirées auprès du factor.

L'actif courant est en diminution du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2020 à respectivement 118 jours de chiffre d'affaires fin 2020 contre 98 jours fin 2019. Cette diminution résulte essentiellement de la diminution des créances clients additionnées des créances cédées au factor, qui passent de 103 jours à 87 jours du chiffre d'affaires. Celle-ci s'explique par une diminution des délais de règlement clients de l'ordre de 5 jours de fin 2019 à fin 2020. Les montants de créances clients et créances cédées au factor augmentent ensuite en jours de chiffre d'affaires entre le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2021, passant de 87 jours à 93 jours.

Le passif courant est quant à lui relativement stable entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2020 (respectivement à 106 et 108 jours de chiffre d'affaires), puis affiche une sensible augmentation au 31 décembre 2021 en s'établissant à 119 jours de chiffre d'affaires. Cette hausse résulte principalement de l'augmentation des dettes fiscales et sociales (de 72 jours à 81 jours de chiffre d'affaires), avec notamment une dette d'impôt courant évoluant de 128k€ à 3.589k€.

La diminution du BFR sur la période résulte donc principalement de la diminution des créances clients additionnées des créances cédées au factor au 31 décembre 2020, puis de l'accroissement des dettes fiscales et sociales au 31 décembre 2021.

D'après les informations communiquées par le management, le BFR se caractérise par une saisonnalité du fait de délais de règlement clients plus rapide en fin d'année. Nous comprenons que le niveau de BFR observé en fin d'année est inférieur au niveau observé en moyenne sur l'année et n'est pas jugé normatif.

Toutefois, nous ne procéderons pas à un ajustement du BFR dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la différence entre le BFR qui pourrait être jugé normatif et le BFR observé au 31 décembre 2021, l'hypothèse retenue maximisant la valeur de l'action Umanis par les méthodes analogiques.

## **1.2 - Contexte et opération envisagée**

### **1.2.1 - Contexte et motifs de l'offre**

Le 10 mars 2022, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur, la société Mura<sup>13</sup> et Olivier Pouliquen, un protocole d'accord (le « *Memorandum of Understanding* ») a été conclu en vue de l'acquisition de la totalité des actions détenues par Mura et Olivier Pouliquen dans la Société, soit un total de 13.063.734 actions de la Société (l'*« Acquisition du Bloc »*) représentant 70,59% du capital, au prix de 17,15 euros par action, structurée comme suit :

- acquisition par l'Initiateur auprès de Mura de 11.234.754 actions de la Société, représentant 60,71% du capital et à cette date 70,44% des droits de vote de la Société ; et
- acquisition par l'Initiateur auprès de Olivier Pouliquen de 1.828.980 actions de la Société, représentant 9,88% du capital et à cette date 11,47% des droits de vote de la Société.

---

<sup>13</sup> Une société par actions simplifiée au capital social de 1.123.271,60 EUR, dont le siège social est situé au 7-9 rue Paul Vaillant Couturier, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 839 471 802

(ci-après et ensemble le « Bloc »).

La signature du *Memorandum of Understanding* (ci-après le « MoU ») a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 11 mars 2022.

Le 23 mars 2022 et le 14 avril 2022, les instances représentatives respectives de l'Initiateur et de la Société ont émis un avis favorable sur l'Acquisition du Bloc.

Le 25 avril 2022, l'Initiateur a conclu un contrat d'acquisition d'actions (le « Contrat d'Acquisition ») avec Mura et Olivier Pouligny, relatif à l'Acquisition du Bloc par CGI France. La signature du Contrat d'Acquisition a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 26 avril 2022.

L'Acquisition du Bloc est subordonnée aux conditions suspensives listées dans le projet de note d'information.

Umanis a publié le 13 avril 2022 des comptes consolidés au 31 décembre 2021 conformes à la condition suspensive prévue dans le contrat relatif à l'Acquisition du Bloc.

Préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, Olivier Pouligny a procédé le 20 mai 2022 à des opérations d'apports à des sociétés qu'il contrôle et à des donations en pleine propriété et en démembrement de propriété au profit de membres de sa famille d'actions de la Société qu'il détenait directement. Ces opérations d'apports et donations ont donné lieu à la signature d'un avenant au Contrat d'Acquisition en date du 19 mai 2022 afin de pouvoir refléter la nouvelle répartition des actions de Olivier Pouligny au sein de la famille Pouligny.

Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, à la suite notamment de l'obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations et d'investissements étrangers en France, obtenues en date du 13 mai 2022, l'Initiateur acquerra hors marché, le 31 mai 2022, le Bloc auprès de Mura et Olivier Pouligny (et certaines personnes qui lui sont liées), au prix de 17,15 euros par action.

Le 31 mai 2022, l'Initiateur et la Société publieront un communiqué de presse afin d'annoncer la réalisation de l'Acquisition du Bloc, étant précisé que l'Initiateur n'a procédé, directement ou indirectement à aucune acquisition de titres de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

C'est dans ce contexte et à la suite de la réalisation de l'Acquisition du bloc que CGI France, déposera conformément aux dispositions législatives et réglementaires applicables un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde du capital d'Umanis.

L'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 235-2 du Règlement général de l'AMF, en raison du franchissement par CGI France du seuil de détention directe de 50% du capital et des droits de vote d'Umanis SA résultant de la réalisation, le 31 mai 2022, de l'Acquisition du Bloc. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Si les conditions réglementaires sont remplies à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, CGI France a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des actions d'Umanis qui n'auraient pas été apportées à l'Offre aux mêmes conditions financières que celles de l'offre publique d'achat simplifiée.

L'Offre et l'acquisition d'Umanis par l'Initiateur s'inscrit dans la stratégie de développement et de croissance internationale de CGI. L'objectif de CGI est d'aider ses clients en leur fournissant des services professionnels de qualité et en offrant les meilleures solutions disponibles pour satisfaire leurs besoins et attentes. CGI cherche à favoriser la culture du partenariat et de l'entrepreneuriat, afin de bâtir une entreprise mondiale de premier plan dans les secteurs des technologies de l'information.

La combinaison des activités de CGI et de celles d'Umanis devrait renforcer davantage la présence de CGI et son positionnement en Europe de l'Ouest et du Sud. Cette transaction s'inscrit dans sa stratégie *Build & Buy* laquelle combine croissance organique et acquisitions ciblées.

Ce rapprochement permettra également à CGI de consolider son modèle de proximité client qui permet aux clients d'accéder localement à des ressources, dans le but d'assurer une rapidité d'intervention et une responsabilité locale, essentielle à la bonne exécution des services. Ce rapprochement permettra également à CGI de renforcer son offre de services de bout en bout, ainsi que son offre en matière de transformation digitale et de services intégrés.

L'acquisition d'Umanis devrait permettre à CGI de bénéficier économiquement de ce rapprochement, les fortes complémentarités entre les deux groupes créant des opportunités de synergies. L'Initiateur indique dans le projet de note d'information que ces opportunités de synergies commerciales certaines, qu'il lui est difficile de quantifier, s'inscrivent dans une stratégie de développement et de croissance des activités du groupe CGI. Le projet de note d'information, en partie 1.2.6, liste les synergies dégagées par l'opération de rapprochement qui ne sont pas selon l'Initiateur chiffrables à ce jour.

L'Initiateur se réserve la possibilité d'étudier la faculté dans le futur de regrouper la Société ou ses filiales ou encore de transférer certains actifs, branches ou activités de la Société avec, ou à, des entités détenues par l'Initiateur ou de procéder à des réorganisations. Cependant, à ce jour, aucune décision n'a été prise en matière d'intégration et toute décision en la matière ne pourra être prise qu'après une revue détaillée des opérations et une étude de faisabilité afin d'identifier et d'évaluer les opportunités.

### 1.2.2 - Termes de l'Offre

En application du Contrat d'Acquisition conclu le 25 avril 2022 et qui a fait l'objet d'un avenant le 19 mai 2022, l'Initiateur détiendra suite à l'acquisition le 31 mai 2022 par CGI France du Bloc d'actions auprès de Mura et Olivier Pouligny (et certaines personnes liées) 13.063.734 actions Umanis représentant 70,59% du capital<sup>14</sup> et 69,42% des droits de vote de la Société.

A notre connaissance, le capital social de la Société sera réparti comme suit postérieurement à l'Acquisition du Bloc :

Actionnariat d'Umanis postérieurement à l'Acquisition du Bloc				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
CGI France*	13 063 734	70,59%	13 063 734	69,42%
Auto-détention	471 289	2,55%	471 289	2,50%
Public	4 971 312	26,86%	5 284 436	28,08%
<b>Total</b>	<b>18 506 335</b>	<b>100,00%</b>	<b>18 819 459<sup>1</sup></b>	<b>100,00%</b>

Source : Projet de note d'information

\*société détenue indirectement par CGI

<sup>1</sup> sur la base du nombre des droits de vote double existants après retraitement de la perte de droits de vote double résultant de l'acquisition du bloc

L'Offre porte sur la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, seul ou de concert, à la date du projet de note d'information :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit 5.442.601 actions, à l'exception des 471.289 actions autodétenues de la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 4.971.312 actions de la Société,

<sup>14</sup> Sur la base d'un nombre total de 18.506.335 actions

- qui seraient susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 47.425 options de souscription d'actions émises par la Société<sup>15</sup>, soit à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 47.425 actions de la Société.

L'Offre porte ainsi au total sur un nombre maximum de 5.018.737 actions de la Société.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 17,15 euros par action.

Dans le cas où à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la société Umanis (à l'exception des actions auto-détenues par Umanis), CGI France a l'intention de mettre en œuvre dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433- 4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Umanis non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 17,15 euros par action, nette de tous frais.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Growth Paris.

---

<sup>15</sup> Le conseil d'administration de la Société a autorisé en date du 30 mai 2022, les bénéficiaires d'options à procéder à un exercice anticipé de celles-ci avant l'ouverture de l'Offre afin de permettre aux bénéficiaires d'apporter les actions sous-jacentes de la Société à l'Offre (étant rappelé que chaque option donne droit à une action de la Société)

## **2 - Présentation de l'expert indépendant**

### **2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global**

#### **2.1.1 - Présentation générale**

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 38.000 associés et collaborateurs dans plus de 145 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Fort de 126 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et l'accompagnement comptable/contrôle interne.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale et Environnementale, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil).

#### **2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »**

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques »

dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016 et qui sera actualisé d'ici fin 2022.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Olivier Grivillers est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (France Invest, CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, SFEV, Ordre des experts comptables...).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Yohan Bonnet, Directeur, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 10 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Inès Meflah, Analyste Senior, diplômée du Master Grande Ecole de NEOMA Business School (spécialisation Finance d'Entreprise). Elle a récemment rejoint Crowe HAF après une première expérience de 3 ans sur des missions d'expertise indépendante au sein d'une autre structure.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de près de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

## **2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois**

Neuf missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Tivoly initiée par la société Holding Tivoly, contrôlée par Peugeot Frères Industrie (Avril 2022, Etablissement présentateur : Société Générale) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société S.T. Dupont initiée par la société D and D International BV (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Etablissements Fauvet-Girel initiée par la société Advanced Biological Laboratories (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Banque Delubac & Cie) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Media 6 initiée par la société Vasco (Mai 2021, Etablissement présentateur : Banque Neuflize OBC) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Eurogerm initiée par la société Novagerm (Avril 2021, Etablissement présentateur : Banque Palatine) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société SuperSonic Imagine initiée par la société Hologic Hub Ltd (Mars 2021, Etablissement présentateur : Crédit Agricole Corporate & Investment Bank) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Groupe Open initiée par la société New GO (Novembre 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société IntegraGen initiée par la société OncoDNA (Septembre 2020, Etablissement présentateur : ODDO BHF Corporate Finance) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Dedalus France initiée par la société Dedalus Italia (Juin 2020, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;

### **2.3 - Déclaration d'indépendance**

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Umanis au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

### **2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers**

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

### **2.5 - Rémunération**

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 100.000€, hors taxes et hors frais.

## **2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante**

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 420 heures.

### **2.6.1 - Programme de travail**

#### ***I Prise de connaissance et analyse du contexte***

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de Umanis, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

#### ***II Préparation de l'évaluation***

##### ***Analyse du contexte***

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel la Société opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

##### ***Analyse des données historiques***

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

##### ***Analyse des éléments prévisionnels***

- discussion avec la direction de Umanis et le comité ad hoc ;
- analyse du plan d'affaires de Umanis ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

##### ***Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir***

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

### ***III Eléments d'appréciation du prix offert***

Description des méthodes retenues et écartées :

##### ***Transaction récente intervenue sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)***

- analyse du Memorandum of Understanding (protocole d'accord) conclu le 10 mars 2022 entre CGI France d'une part et Mura et Olivier Pouligny d'autre part,
- analyse du Contrat d'Acquisition du Bloc d'actions conclu le 25 avril 2022 entre CGI France d'une part et Mura et Olivier Pouligny d'autre part.

##### ***Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)***

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Umanis ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

##### ***Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)***

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

*Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)*

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Umanis ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Umanis (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Umanis par analogie en fonction des multiples obtenus.

*Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre principal)*

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Umanis ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables ;
- évaluation des transactions en matière de multiples sur la base des prix d'acquisition ;
- évaluation de Umanis par analogie en fonction des multiples obtenus.

*Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)*

- analyse des notes d'analystes suivant la valeur de la Société ;
- calcul de la moyenne des objectifs de cours.

*Référence à l'actif net comptable et méthode de l'actif net réévalué (méthodes écartées)*

*Méthode des dividendes (méthode écartée)*

*Référence à la valeur nette comptable des titres chez Mura (méthode écartée)*

*Référence aux augmentations de capital récentes (méthode écartée)*

***IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé***

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Umanis ;
- Appréciation du prix d'Offre.

***V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur***

***VI Analyse des accords connexes à l'Offre***

***VII Réunions et entretiens avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de Umanis sur l'avancée des travaux de l'expert***

***VIII Analyse des observations écrites des actionnaires***

***IX Rédaction du rapport d'évaluation***

***X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la société cible***

***XI Revue indépendante***

***XII Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration de Umanis***

## **2.6.2 - Calendrier de l'étude**

Le Conseil d'Administration de Umanis a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 10 mars 2022.

Notre mission s'est déroulée du 10 mars 2022 au 30 mai 2022. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 10 mars au 7 avril 2022 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echange avec la direction générale et financière de Umanis et son conseil financier le 7 avril 2022.
- du 8 au 24 avril 2022 : Préparation de l'évaluation. Echange avec la direction financière de Umanis et son conseil financier sur les états financiers le 11 avril 2022. Analyse des données historiques et prévisionnelles. Echange avec la direction financière et son conseil financier sur le plan d'affaires le 15 avril 2022. Analyse du MoU, du projet de Contrat d'Acquisition conclu entre CGI France et les actionnaires cédants (Mura et Olivier Pouligny) et du *Tender Offer Agreement*.
- du 25 avril au 20 mai 2022 : Analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse des notes d'analystes, travaux de valorisation.
  - o Echanges avec la direction de Umanis (Olivier Pouligny et Olivier Jolly) et l'établissement présentateur ;
  - o Réunion intermédiaire de suivi des travaux avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration (20 mai 2022) ;
  - o Analyse du Contrat d'Acquisition et des accords connexes à l'Offre ;
  - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- du 21 mai au 30 mai 2022 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au comité ad hoc (30 mai 2022) et au Conseil d'Administration de Umanis (30 mai 2022).

## **2.6.3 - Liste des personnes rencontrées**

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

### **Umanis (Société objet de l'Offre)**

- M. Olivier Pouligny, Directeur Général de Umanis et président du comité ad hoc
- M. Olivier Jolly, Directeur Financier de Umanis
- Mme. Claude Vibert-Gigue, Administratrice et membre du comité ad hoc
- Mme. Isadora Combelles, Administratrice et membre du comité ad hoc
- M. Fabien Bismuth, représentant de LFPI Gestion (Administrateur) et invité aux réunions du comité ad hoc

### **Société Générale (Etablissement présentateur)**

- M. Michael Nebot, M&A Managing Director
- M. Michael Herrmann, M&A Director
- Mme. Alice Charles, M&A Associate
- M. Simon Villautreix, M&A Analyst

### **Darrois Villey Maillet Brochier (Conseil juridique d'Umanis)**

- M. Olivier Huyghues Despointes, Avocat associé
- M. Thibault Verron, Avocat collaborateur
- M. Victor Maujean, Avocat collaborateur

## Credit Agricole Corporate & Investment Bank (Conseil financier d'Umanis)

- M. Mathieu Gross, Managing Director - Head of TMT Investment Banking
- M. Benjamin Maufras, Managing Director - TMT Investment Banking
- M. Côme de Saint-Ceran, Vice President - Mergers & Acquisitions
- M. Sébastien Houdry, Associate - Mergers & Acquisitions

### 2.6.4 - Informations utilisées

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

- l'étude sur le secteur des Entreprises de Services Numériques (ESN) réalisée par Xerfi et publiée en septembre 2021,
- les informations publiques sur la société Umanis, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les communiqués de presse du 11 mars et 26 avril 2022 relatifs respectivement à l'annonce de l'accord conclu entre CGI et Umanis en vue de l'acquisition par CGI, par l'intermédiaire de sa filiale CGI France de la totalité des actions d'Umanis d'une part, et de la signature du Contrat d'Acquisition qui en découle d'autre part,
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques de la Société au 31 décembre 2019, 2020 et 2021,
- les rapports (rapport sur les comptes consolidés et rapport spécial sur les conventions réglementées) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2019, 2020 et 2021,
- les projets de résolutions soumises aux assemblées générales ordinaires relatives aux exercices clos au 31 décembre 2019 et 2020,
- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2022-2027 de la Société établi par la direction générale et financière de Umanis et approuvé par le Conseil d'Administration du 13 avril 2022,
- les tests de dépréciation effectués au 31 décembre 2021 sur le goodwill de Umanis,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et droits de vote au 1<sup>er</sup> avril 2022,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Umanis,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Société Générale intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,

- le *Memorandum of Understanding* (protocole d'accord) conclu entre Mura et Olivier Pouligny d'une part et CGI France d'autre part en date du 10 mars 2022,
- le *Tender Offer Agreement* (accord relatif à l'Offre) conclu entre Umanis et CGI France en date du 10 mars 2022,
- le Contrat d'Acquisition en date du 25 avril 2022 portant sur l'acquisition par CGI auprès des actionnaires cédants (Mura et Olivier Pouligny) du Bloc d'actions de Umanis représentant 70,59% du capital et 80,71% des droits de vote (et son avenant du 19 mai 2022),
- le courriel de CGI France relatif à la rémunération d'Olivier Pouligny suite à l'Acquisition du Bloc,
- le projet de lettre d'engagements d'apport à l'Offre des porteurs d'options de souscription d'actions Umanis,
- le pacte d'associés de Mura conclu entre les associés de la société le 29 juin 2018,
- le protocole d'accord relatif à la cession des actions Umanis conclu le 10 mars 2022 entre les associés de Mura,
- les traités d'apport et les actes authentiques de donation dans le cadre des apports et donations effectués par Olivier Pouligny en date du 20 mai 2022
- les notes d'analystes de Gilbert Dupont, suivant la valeur de la société Umanis.

#### **2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante**

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

### **3 - Eléments d'appréciation du prix proposé**

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

#### **3.1 - Données structurant l'évaluation**

##### **3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions**

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 18.506.335.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Umanis correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué de l'auto-détenzione (-471.289 actions auto-détenues par la Société au titre du contrat de liquidité), augmenté du nombre d'actions résultant de l'exercice des instruments dilutifs émis par la Société (Stock-Options).

Nous avons procédé à une analyse des caractéristiques des Stock-Options dont l'exercice aurait un caractère potentiellement dilutif.

Nous avons ainsi augmenté le nombre d'actions en circulation du nombre d'actions résultant de l'exercice des Stock-Options attribués le 26 avril 2019 qui sont dans la monnaie (prix d'Offre supérieur au prix d'exercice). Il résulte de l'exercice des Stock-Options attribués le 26 avril 2019 et dont le prix d'exercice est de 7,59€ la création de 47.425 nouvelles actions.

Nous avons ajouté ces actions au nombre total d'actions en circulation pour obtenir un nombre d'actions dilué en ajoutant la trésorerie issue de l'exercice des *stock-options* dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

<b>Umanis - Nombre d'actions</b>	<b>Nb d'actions</b>
Nombre d'actions composant le capital	18 506 335
- Autodétenzione	-471 289
<b>Nombre d'actions en circulation</b>	<b>18 035 046</b>
+ Actions résultant de l'exercice des stock-options	47 425
<b>Nombre d'actions dilué total</b>	<b>18 082 471</b>

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 18.082.471 actions.

##### **3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres**

En cohérence avec le plan d'affaires qui nous a été transmis qui intègre le budget de l'année 2022 et le niveau de besoin en fonds de roulement de la Société observé au 31 décembre 2021, nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation d'endettement financier net d'Umanis au 31 décembre 2021 ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date. La dette nette

ajustée d'Umanis repose ainsi sur des données bilancielles récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

La dette financière d'Umanis s'élève à 56.334k€ au 31 décembre 2021 et se compose d'emprunts et dettes financières (55.451k€), d'emprunts sur créances clients cédées (863k€) dans le cadre du contrat d'affacturage et de découverts bancaires (20k€).

Les emprunts et dettes financières incluent notamment :

- 32m€ relatif à un emprunt obligataire type EURO PP, levé en avril 2019 auprès d'investisseurs de premier rang. Cet emprunt, remboursable in fine, est d'une maturité de 7 ans et a fait l'objet d'un avenant en février 2022 dans le cadre de la souscription du nouveau contrat de crédit séniior ;
- 17,7m€ correspondant au montant net cumulé des tirages effectués (tirage brut de 39,4m€ déduction faite des remboursements en capital) au titre d'un crédit de croissance externe confirmé de 55m€ souscrit en avril 2019 et d'un crédit de croissance externe additionnel de 35m€ auprès d'un syndicat bancaire pour le financement d'acquisitions de sociétés ou de fonds de commerce).

Conformément au plan d'affaires servant de base à nos travaux de valorisation que nous avons retraité de l'impact sur les comptes de la norme IFRS 16, l'endettement financier retenu n'inclut pas la dette de location de 9.375k€ au 31 décembre 2021, comptabilisée au passif du bilan en application de la norme comptable IFRS 16.

Umanis - Dette financière nette		31/12/2021
En k€		
	<i>Emprunts et dettes financières</i>	55 451
	<i>Emprunt sur créances clients cédées</i>	863
	<i>Découverts bancaires</i>	20
=	<b>Emprunts et dettes financières</b>	<b>56 334</b>
-	Trésorerie et équivalents de trésorerie	-30 395
=	<b>Dette financière nette</b>	<b>25 939</b>

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021 de Umanis

Au 31 décembre 2021, la trésorerie d'Umanis s'élève à 30.395k€, faisant apparaître un endettement financier net de 25.939k€.

Par ailleurs, nous avons intégré à la trésorerie nette des éléments encaissables et décaissables au 31 décembre 2021 et des éléments bilanciels ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

A ce titre, nous avons considéré les provisions pour indemnité de départ à la retraite comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons par ailleurs retraité l'économie d'impôt latente sur la provision pour indemnité de départ à la retraite. Au 31 décembre 2021, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés au taux de 25,8%) s'élève à 5.118k€.

Suivant la même logique, nous avons également retraité à la dette nette le montant des autres provisions pour risques et charges dont le montant s'élève à 1.637k€ au 31 décembre 2021 et qui s'apparentent essentiellement à des provisions pour litiges prudhommaux.

Il a également été considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, le montant de supplément de juste valeur des intérêts minoritaires, soit 6.321k€, étant précisé que les engagements de rachat d'intérêts minoritaires consentis par le groupe sont déjà enregistrés en dettes financières sur la base du prix d'acquisition de la part majoritaire de la filiale à la date d'acquisition et que l'ajustement de juste valeur des promesses d'achat faites aux actionnaires minoritaires, qui repose sur des multiples d'agrégats opérationnels qui évoluent dans le temps, sont comptabilisés en charges opérationnelles (sans impact cash) et sont étalés sur la durée de la promesse.

Nous avons retraité de la dette financière nette les titres de participation pour leur valeur nette comptable (86k€ au 31 décembre 2021). Nous comprenons que la valeur nette comptable de ces titres de participation relatifs à la société Civipol<sup>16</sup>, non significatifs à l'échelle du groupe, reste proche de leur valeur économique.

Nous avons également intégré le montant des autres titres immobilisés pour 1.000k€ s'apparentant à des parts de SCPI<sup>17</sup>.

Par cohérence avec notre calcul du nombre d'actions, nous avons retraité la trésorerie potentielle provenant de l'exercice des valeurs mobilières (*Stock-Options*) ayant un caractère dilutif (47.425 Stock-Options attribués le 26 avril 2019 et encore exercables à la date au 31 décembre 2021). La trésorerie potentielle s'élève à 360k€ (47.425 actions souscrites à 7,59€).

La dette financière nette ajustée n'intègre pas en revanche les dépôts et cautionnements dont le montant s'élève à 1.281k€ au 31 décembre 2021 correspondant à des dépôts de garantie sur des locaux qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation, et de prêts à la construction pour 4.130k€ récupérables seulement au bout de 20 ans et qui lorsqu'ils sont remboursés par l'organisme à l'échéance nécessitent de nouveaux versements de la Société.

Enfin, il a ainsi été intégré à la dette nette les créances de CIR (15.541k€) au 31 décembre 2021, qui ont été actualisées au coût moyen pondéré du capital de la Société<sup>18</sup> pour tenir compte de l'encaissement de ces créances (issues des CIR générés au titre des exercices 2018 à 2021) à un horizon compris entre 2022 à 2025<sup>19</sup> en raison de l'impossibilité d'imputer le CIR sur des bénéfices fiscaux suffisant historiquement.

La dette financière nette ajustée de Umanis s'élève ainsi à 25.297k€ au 31 décembre 2021 et se présente comme suit :

Umanis - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres		31/12/2021
En k€		
<b>Dette financière nette</b>	<b>25 939</b>	
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	5 118	
+ Provisions pour risques et charges	1 637	
+ Supplément de juste valeur des intérêts minoritaires	6 321	
- Titres de participation**	-86	
- Autres titres immobilisés	-1 000	
- Trésorerie issue de l'exercice des instruments dilutifs	-360	
- Crédit de CIR actualisé	-12 272	
<b>= Dette financière nette ajustée</b>	<b>25 297</b>	

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021 d'Umanis et analyse Crowe HAF  
\* Nets d'impôts  
\*\* Dont 85k€ de titres de participation Civipol

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de 25.297k€.

<sup>16</sup> Société de service et de conseil du ministère de l'Intérieur

<sup>17</sup> Société Civile de Placement Immobilier

<sup>18</sup> Calculé en 3.3.2.4 dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés

<sup>19</sup> Le CIR 2017 ayant été encaissé en 2021, nous avons pris en compte ce délai de 4 ans entre la comptabilisation du CIR et son encaissement.

### **3.1.3 - Plan d'affaires**

#### **3.1.3.1 - Construction et approbation**

Le plan d'affaires de Umanis a été élaboré en juin 2021 dans le cadre de négociations avec les banques auprès desquelles Umanis a souscrit des crédits senior, puis mis à jour en mars 2022 par le management de Umanis dans le cadre de l'opération.

Il a été soumis au Conseil d'Administration de la Société qui l'a approuvé en séance le 13 avril 2022.

Nous comprenons d'après nos discussions avec le management d'Umanis que le plan d'affaires n'a pas été fourni à CGI dans le cadre de l'acquisition par ce dernier d'une participation majoritaire d'Umanis.

#### **3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon**

Le plan d'affaires d'Umanis est un business plan consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 6 ans (exercices clos du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2027) et tient compte de l'évolution du périmètre actuel du Groupe. Le plan d'affaires n'intègre pas d'opérations de croissance externe et n'intègre pas de synergies qui seraient anticipées avec l'Initiateur de l'Offre. Par ailleurs, le plan d'affaires n'intègre pas l'éventuel impact (principalement via la hausse des coûts de l'énergie et de l'inflation générale qui en résulte) que pourrait avoir le conflit en Ukraine sur l'activité d'Umanis.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel et notamment des effectifs productifs (internes et sous-traitants) et du Taux Journalier Moyen,
- à l'évolution des indicateurs de performance de la Société tels que le Taux d'Activité Congés Exclus (TACE), le Taux Journalier Moyen, le Coût Journalier Moyen et le nombre de jours ouvrés par an,
- au niveau de marge brute qui évolue selon le Taux Journalier Moyen et le Coût Journalier Moyen ainsi que selon le TACE,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) fondé sur la prépondérance des frais commerciaux et administratifs (charges de personnel) mais également des frais généraux (charges externes),
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Le plan d'affaires intègre également le CIR ainsi que la participation des salariés pour Umanis SA à compter de 2023.

Les prévisions 2022 ont été établies suivant un processus *bottom-up* précis sur l'ensemble des paramètres clés (effectifs et ambitions de recrutement, taux d'activité, CJM, TJM...), établies pour chaque centre de profit distinct. Les estimations sur la période 2023-2027 ont ensuite été inférées de façon plus tendancielle sur la base de ces prévisions 2022.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques de la Société (incluant les impacts de la pandémie de Covid-19 sur l'activité de la Société) comprenant le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle réalisée à fin mars 2022, ainsi que de la croissance du marché sur lequel la Société opère et des taux de marge opérationnelle des sociétés comparables.

### **3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)**

Un test de dépréciation (« impairment test ») a été effectué au 31 décembre 2021 sur les écarts d'acquisition affectés à l'Unité Génératrice de Trésorerie (UGT) ESN qui représente l'essentiel de l'activité d'Umanis, étant précisé que les prévisions propres à cette UGT ont été extraites d'un plan d'affaires groupe.

Ce test de dépréciation se base sur un plan d'affaires sur la période 2022-2027.

Nous comprenons que ces prévisions ont été effectuées fin 2021.

En ce qui concerne le chiffre d'affaires, les prévisions utilisées pour les besoins du test de dépréciation sont en ligne avec les prévisions du plan d'affaires utilisé dans le cadre de nos travaux d'évaluation, les écarts sur les chiffres d'affaires de chaque année du plan d'affaires étant inférieurs à 1%. Nous comprenons que cet écart immatériel résulte essentiellement du décalage temporel existant entre la date d'établissement du budget 2022 utilisé pour le test de dépréciation (fin 2021) et la date d'établissement du budget 2022 utilisé pour nos travaux d'évaluation (mars 2022). Le TCAM sur la période 2022-2027 est quant à lui identique (5,5%) entre les deux prévisions.

S'agissant de la marge opérationnelle, les prévisions utilisées pour les besoins du test de dépréciation sont légèrement inférieures aux prévisions du plan d'affaires utilisé dans le cadre de nos travaux d'évaluation, celles-ci intégrant un montant de cadrage de la masse salariale qui correspond au différentiel observé historiquement entre les charges de personnel réellement supportés inférieures à celles budgétés.

Par ailleurs, les flux futurs de trésorerie retenus par la Société n'intègrent pas d'investissements ni de consommation de trésorerie relative à la variation de BFR.

Les flux issus du plan d'affaires sont actualisés dans le cadre des tests de dépréciation à des taux de 8,5% et 9,5%, soit un CMPC légèrement inférieur à celui provenant de notre calcul, de 10,13%.

Enfin, le taux de croissance à l'infini retenu par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation est nul quand le taux de croissance à l'infini que nous avons estimé est de 2,0%.

### **3.2 - Méthodes d'évaluation écartées**

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs,
- Référence à la valeur nette comptable des titres Umanis dans les comptes de Mura,
- Référence aux augmentations de capital récentes.

### **3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)**

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Umanis. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 31 décembre 2021 s'élève à 92.183k€, soit une valeur de 4,98€ par action<sup>20</sup>. Le prix d'Offre proposé de 17,15€ offre une prime de 244,1% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

### **3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)**

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Umanis dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

### **3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes**

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur Umanis ne faisant l'objet d'un suivi régulier que par un seul analyste financier (Gilbert Dupont), ce qui ne permet pas d'établir un consensus d'analystes sur la valeur de l'action Umanis.

Par ailleurs, le dernier objectif de cours publié par l'analyste Gilbert Dupont date du 21 février 2022 (avant l'annonce de l'opération au marché), au lendemain de l'annonce de la mise en place de nouvelles lignes de financement et postérieur à la publication du chiffre d'affaires 2021 (le 2 février 2022).

L'analyste de Gilbert Dupont affichait un cours cible à 18€, supérieur de 40% au dernier cours de clôture du 18 février 2022 (12,85€), et une recommandation à l'achat sur le titre en ligne avec son objectif de cours. Le prix d'Offre de 17,15€ extériorise une décote de 4,7% sur le cours cible affiché le 21 février 2022 par Gilbert Dupont, seul analyste suivant le titre Umanis

---

<sup>20</sup> Sur la base du nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2021

### **3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs**

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Il a été versé au titre des derniers exercices des dividendes par action de 0,60€ (au titre de l'exercice 2016), 0,12€ (au titre de l'exercice 2017), 0,08€ (au titre de l'exercice 2018), et il a été décidé de ne pas distribuer de dividende au titre des trois derniers exercices (2019, 2020 et 2021). Le taux de distribution évolue de façon significative au cours des dernières années.

Cette méthode nous semble redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

### **3.2.5 - Référence à la valeur nette comptable des titres Umanis dans les comptes de Mura**

La référence à la valeur nette comptable des titres consiste à évaluer une société par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par sa société mère, soit Mura dans le cas présent.

La valeur nette reflète la valeur d'acquisition historique des titres diminuée de dépréciations éventuelles permettant de constater la perte de valeur de la société depuis l'acquisition.

Les titres Umanis sont détenus à la date du dépôt de l'Offre à hauteur de 60,71% par Mura, société holding animatrice du groupe Umanis.

Cette référence de valorisation n'est pas pertinente dans le cas présent car la part du capital détenu aujourd'hui par Mura résulte d'apports de titres qui remontent à 2018 et n'ont donc pas un caractère récent.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre informatif seulement, le prix de revient des 11.234.754 titres Umanis chez Mura qui, avant l'acquisition par CGI France, représente 60,71% du capital de la Société, s'élève à 12€ par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 42,9% sur ce prix de revient unitaire.

### **3.2.6 - Référence aux augmentations de capital récentes**

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la société extériorisée lors des principales augmentations de capital d'Umanis.

Nous n'avons pas identifié d'augmentations de capital significatives récentes (moins de deux ans) pouvant constituer une référence en matière de valeur de l'action Umanis.

Par conséquent, nous n'avons pas mis en œuvre cette méthode.

### **3.3 - Méthodes d'évaluation retenues**

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- transaction récente intervenue sur le capital de la Société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des comparables boursiers,
- méthode des transactions comparables,
- référence au cours de bourse.

#### **3.3.1 - Transaction récente intervenue sur le capital de la Société**

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital de Umanis.

La transaction récente intervenue sur le capital de la Société à laquelle il est fait référence correspond à l'acquisition le 31 mai 2022 par CGI auprès de Mura et Olivier Pouligny (et certaines personnes qui lui sont liées) d'un bloc d'actions majoritaire représentant 70,59% du capital de Umanis, qui a fait l'objet d'un protocole d'accord le 10 mars 2022 et d'un contrat d'acquisition le 25 avril 2022.

Il n'existe pas à notre connaissance d'autres transactions récentes significatives sur le capital de la Société, étant précisé que la référence aux augmentations de capital récentes est écartée pour les motifs évoqués au 3.2.6 du présent rapport.

#### **3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc par l'Initiateur**

Le 10 mars 2022, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur, Mura<sup>21</sup>, et Olivier Pouligny, un protocole d'accord (le MoU) a été conclu en vue de l'acquisition de la totalité des actions détenues par Mura et Olivier Pouligny dans la Société, soit un total de 13.063.734 actions de la Société, représentant 70,59% du capital, au prix de 17,15€ par action, structurée comme suit :

- acquisition par l'Initiateur auprès de Mura de 11.234.754 actions de la Société, représentant 60,71% du capital et à cette date 70,44% des droits de vote de la Société ; et
- acquisition par l'Initiateur auprès de Olivier Pouligny de 1.828 980 actions de la Société, représentant 9,88% du capital et à cette date 11,47% des droits de vote de la Société.

L'entrée de CGI au capital d'Umanis s'inscrit dans le cadre d'un processus de cession initié en 2021 par les fondateurs d'Umanis par l'intermédiaire de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

Le 25 avril 2022, à l'issue du processus de consultation des instances représentatives du personnel de l'Initiateur et d'Umanis, l'Initiateur a conclu avec Mura et Olivier Pouligny le Contrat d'Acquisition, stipulant que l'Acquisition du Bloc était subordonnée à certaines conditions suspensives.

Préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, Olivier Pouligny a procédé le 20 mai 2022 à des opérations d'apports à des sociétés qu'il contrôle et à des donations en pleine propriété et en

---

<sup>21</sup> Société holding contrôlée par Laurent Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny et dont le capital est également détenu par des investisseurs institutionnels

démembrement de propriété au profit de membres de sa famille d'actions de la Société qu'il détenait directement (ensemble la « Famille Pouligny »).

Ces opérations d'apports et donations ont donné lieu à la signature d'un avenant au Contrat d'Acquisition en date du 19 mai 2022 afin de pouvoir refléter la nouvelle répartition des actions de Olivier Pouligny au sein de la Famille Pouligny.

Le 31 mai 2022, suite à la levée de l'ensemble des conditions suspensives, l'Initiateur procèdera à l'Acquisition du Bloc au prix de 17,15€ par action, en application du Contrat d'Acquisition du 25 avril 2022.

A notre connaissance, le capital social de la Société est réparti comme suit préalablement à l'Acquisition du Bloc :

Actionnariat d'Umanis préalablement à l'Acquisition du Bloc				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Mura*	11 234 754	60,71%	22 469 508	72,06%
Famille Pouligny**	1 828 980	9,88%	2 958 252	9,49%
Auto-détention	471 289	2,55%	471 289	1,51%
Public	4 971 312	26,86%	5 284 436	16,95%
<b>Total</b>	<b>18 506 335</b>	<b>100,00%</b>	<b>31 183 485</b>	<b>100,00%</b>

Source : Projet de note d'information

\*société holding contrôlée par Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny

\*\*Olivier Pouligny ayant procédé à des opérations d'apports et donations le 20 mai 2022

Le prix de cession des 13.063.734 actions de la Société cédées à CGI France se répartit entre les actionnaires cédants comme suit :

Répartition des actions cédées et du prix de cession				
Actionnaires cédants	Nombre d'actions	% du capital	Prix de cession unitaire des actions	Répartition du prix de cession
MURA*	11 234 754	60,71%	17,15 €	192 676 031 €
Famille Pouligny**	1 828 980	9,88%	17,15 €	31 367 007 €
<b>Total</b>	<b>13 063 734</b>	<b>70,59%</b>	<b>17,15 €</b>	<b>224 043 038 €</b>

Source : Share Purchase Agreement (contrat d'acquisition du Bloc)

\*société holding contrôlée par Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny

\*\*Olivier Pouligny ayant procédé à des opérations d'apports et donations le 20 mai 2022

Il convient de noter que le Contrat d'Acquisition prévoyait que, tout dividende ou toute autre distribution (y compris en cas de réduction du capital social) décidé ou payé par la Société au titre des actions cédées à compter de la date du MoU et jusqu'à la date de réalisation (date du *closing*) sera au seul bénéfice de CGI France et réduira le prix d'achat d'un montant égal au montant total de ce dividende ou autre distribution et le prix par action sera réduit de manière similaire.

Par ailleurs, le contrat d'acquisition ne stipule aucun mécanisme de complément de prix ni droit de suite au bénéfice des cédants, étant précisé que l'Initiateur s'est interdit de déposer l'Offre à un prix par action supérieur au prix de l'Offre ou à acquérir des actions de la Société à un prix par action supérieur au prix de l'Offre, pendant une période de neuf mois suivant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

Les termes du contrat d'Acquisition du Bloc d'actions prévoient que si l'Initiateur dépose l'Offre à un prix par action supérieur au prix par action payé par CGI France dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, le prix devra être ajusté à la hausse au bénéfice des actionnaires cédants. L'ajustement de prix était fixé au montant de la différence positive entre le prix d'achat de l'Offre Publique par action de la Société et le prix initial par action de Umanis, multiplié par le nombre d'actions de la Société constituant le Bloc d'actions, de telle manière que les actionnaires cédants perçoivent *in fine* un prix total égal à celui qu'ils

auraient perçu s'ils avaient apporté leurs actions de la Société composant leur bloc d'actions à la présente offre publique. L'Offre étant déposée au prix de 17,15 euros par action, cet ajustement de prix n'a pas vocation à s'appliquer.

A notre connaissance, le capital social de la Société sera réparti comme suit postérieurement à l'Acquisition du Bloc :

Actionnariat d'Umanis postérieurement à l'Acquisition du Bloc				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
CGI France*	13 063 734	70,59%	13 063 734	69,42%
Auto-détention	471 289	2,55%	471 289	2,50%
Public	4 971 312	26,86%	5 284 436	28,08%
<b>Total</b>	<b>18 506 335</b>	<b>100,00%</b>	<b>18 819 459<sup>1</sup></b>	<b>100,00%</b>

Source : Projet de note d'information

\*société détenue indirectement par CGI

<sup>1</sup> sur la base du nombre des droits de vote double existants après retraitement de la perte de droits de vote double résultant de l'acquisition du bloc

L'Acquisition du Bloc intègre par ailleurs des engagements spécifiques de la part des parties.

Ces accords connexes sont décrits dans la partie 5 « Analyse des accords connexes à l'Offre » du présent rapport.

### 3.3.1.2 - Conclusion

Les transactions récentes identifiées sur le capital de Umanis consistent en l'acquisition le 31 mai 2022 par CGI France (initiateur de l'Offre), en application du Contrat d'Acquisition conclu le 25 avril 2022 faisant suite au protocole d'accord conclu le 10 mars 2022, d'un Bloc d'actions portant sur 70,59% du capital, au prix de 17,15€ par action Umanis.

Nous considérons le prix de cette transaction comme une référence car il résulte de négociations avec les actionnaires cédants (qui sont à la fois des dirigeants de la Société et des investisseurs institutionnels) et que ces transactions portent au global sur une part significative du capital (plus de 70%).

Cette Acquisition est concomitante au lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et intègrent donc le même niveau d'information sur la société Umanis.

Le prix de cession retenu pour les actions cédées est égal au prix d'Offre (17,15€). Le prix d'Offre ne fait donc ressortir ni prime ni décote par référence à ces transactions.

L'analyse du Contrat d'Acquisition du Bloc d'actions de Umanis ne fait pas apparaître de clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre. Il ne met pas par ailleurs en exergue de réinvestissement des actionnaires cédants dans le cadre de l'opération.

### **3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie**

#### **3.3.2.1 - Définition de la méthode**

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2027 d'après le plan d'affaires construit en mars 2022 par le management d'Umanis. Pour rappel, ce plan d'affaires, qui intègre les effets de la norme IFRS 16, a été retraité des effets de cette norme par nos soins.

#### **3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de Umanis**

##### Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par la Société.

Le plan d'affaires se structure en deux temps, avec une phase 2022-2023 extériorisant une croissance plutôt soutenue (+10% en moyenne), puis dans un second temps, sur la période 2024-2027, une phase de croissance du volume d'affaires plus modérée (+5% en moyenne). Cette dynamique traduit la poursuite des stratégies de développement du groupe, notamment sur les actions déjà déployées et relatives à l'effectif productif (interne notamment réduisant de facto la part de sous-traitance qui extériorise des marges inférieures) et au Taux d'Activité Congé Exclu (TACE), anticipé en hausse.

En s'appuyant sur la progression constatée de l'activité sur l'année 2021 ainsi que l'impact résiduel en année pleine des acquisitions d'Alphonse et de Suntseu réalisées courant 2021, Umanis anticipe dans un premier temps une croissance du chiffre d'affaires en 2022 intégrant environ 10% de croissance organique (supérieur aux estimations de croissance du marché à 7%), du fait :

- de la conquête de nouvelles parts de marché, son positionnement sur le marché des services Data et du Cloud particulièrement dynamique ;
- du renforcement des investissements humains et outils (dont notamment les bénéfices tirés de la mise en service d'un réseau social d'entreprise en 2021), permettant d'attirer plus de collaborateurs et de les fidéliser par une politique de formation et de suivi des parcours de carrière au sein de l'entreprise, notamment au travers de certifications ;
- de la légère progression du TJM et de la poursuite de l'amélioration du taux d'activité.

En 2023, Umanis devrait voir sa croissance ralentir tout en restant à un niveau légèrement supérieur aux anticipations de croissance moyenne des analystes suivant les sociétés comparables à Umanis sur cette même année (environ +7% en médiane pour les sociétés cotées comparables de notre échantillon).

Par la suite, le chiffre d'affaires de Umanis devrait continuer de croître sur la période 2024-2027 à un rythme moins soutenu, avec un taux de croissance annuel moyen d'environ 5% sur cette période.

La croissance sur la durée du plan d'affaires est portée uniquement par la dynamique du segment ESN, le segment UMS (centres d'appels) étant projeté en légère décroissance annuelle moyenne de 9% jusqu'en 2023 puis avec une croissance nulle sur le reste du plan d'affaires.

#### Analyse de la marge brute

La marge brute d'Umanis correspond au chiffre d'affaires minoré des coûts directs et indirects variables, ces derniers étant constitués de la masse salariale chargée des effectifs productifs (hors effectif commercial et administratif), de la sous-traitance externe et des frais de déplacement. Cet indicateur, non publié par la Société, sera seulement commenté sur ses évolutions tendancielles en tant que composante clé de la marge d'EBIT.

La marge brute est essentiellement liée aux indicateurs de performance que sont le TJM (Taux Journalier Moyen), le CJM (Coût Journalier Moyen) et le taux d'activité.

Les prévisions de marge brute du plan témoignent d'une volonté de poursuite d'une maîtrise du contexte salarial inflationniste de la Société, avec une augmentation du TJM quasi-équivalente à la hausse du CJM en 2022 induisant une très légère dégradation du taux de marge brute cette même année.

La Société anticipe à compter de 2023 le maintien d'une marge brute à un niveau stable par rapport à 2022 en augmentant ses tarifs pratiqués proportionnellement aux augmentations salariales effectives, au détriment si besoin du volume d'affaires. La préservation de la marge brute serait également permise par une maîtrise du taux de marge sur effectif sous-traitant, au CJM supérieur.

#### Analyse de la marge d'EBIT (ROC)

Le taux de marge d'EBIT<sup>22</sup> devrait s'améliorer progressivement sur la durée du plan d'affaires de pour atteindre environ 11,2% à l'horizon 2027 (supérieur au taux de marge d'EBIT maximum observé depuis 2012, soit 9,9% en 2017).

Compte tenu de la relative stabilité de la marge brute décrite ci-dessus, cette évolution découle essentiellement d'une maîtrise des coûts liés à l'effectif commercial et administratif et des frais généraux (en croissance respectivement de 2,3%, 1,5% et 1,5% sur la période en moyenne annuelle, soit des niveaux de croissance inférieurs à celui du chiffre d'affaires).

Le taux de marge d'EBIT est également impacté à la hausse par une diminution des dotations aux amortissements (hors impact de la norme IFRS 16), en baisse annuelle moyenne d'environ 5,5% sur la période et qui devraient représenter 0,9% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires contre 1,6% en 2022.

---

<sup>22</sup> Résultat Opérationnel Courant excluant l'application de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, dont la marge atteint 8,3% du chiffre d'affaires en 2021

## CVAE

La Société anticipe un niveau de CVAE représentant environ 0,6% du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires, prévision apparaissant cohérente au regard du niveau de CVAE observé en 2021 pour Umanis (0,6%).

### Impôt normatif

L'impact du Crédit d'Impôt Recherche (CIR), d'un niveau estimé s'établissant autour de 4,3m€ sur la période 2022-2027, a été pris en compte pour le calcul de l'impôt sur le plan d'affaires, en le déduisant de la base imposable (produit non imposable fiscalement), tout en prenant en compte le flux de trésorerie qu'il représente par le biais de son imputation à l'impôt issu du bénéfice imposable calculé.

Les impacts des normes IFRS 2 sur les *stock-options* et IFRS 3 concernant la valorisation des *puts* et *calls* sur minoritaires ont été réintégrés à la base imposable, pour un montant d'un peu plus de 1m€ en 2022 et 2023 qui devient nul dès 2025.

Enfin, les amortissements et provisions liés à la norme IFRS 3 sur la clientèle et les provisions pour indemnités de départ en retraite, dont l'impact avait été neutralisé en dotation aux amortissements, ont été réintégrés à l'assiette imposable (impact dégressif de plus de 3m€ en 2022, arrivant à l'horizon du plan à plus de 2m€).

Umanis opérant quasi-intégralement en France, une estimation de l'impôt sur la période du plan sur la base de la réglementation fiscale en vigueur en France a été réalisée. Les calculs de l'impôt reposent sur les taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2022 (25% à partir de 2022<sup>23</sup>), et tiennent compte du CIR (produit non imposable) et de la contribution sociale additionnelle sur les bénéfices<sup>24</sup> en réintégrant également les impacts des normes IFRS 2 et 3 susmentionnés (non déductibles fiscalement). Le taux d'impôt théorique après ajout de la contribution additionnelle s'élève ainsi à 25,7% en 2022 pour atteindre 25,8% à l'horizon du plan.

### Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan reflètent la faible intensité capitalistique constatée dans le marché des ESN (Entreprises de Services Numériques). Historiquement, sur les dix dernières années, les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles se sont élevées en moyenne à moins de 1% du chiffre d'affaires.

Les données historiques apparaissent en cohérence avec les niveaux d'investissements projetés autour de 0,5% sur la période du plan d'affaires. Ces investissements concernent principalement l'aménagement de locaux ainsi que du matériel de bureau.

---

<sup>23</sup> Pour les sociétés dont le chiffre d'affaires est supérieur à 250m€ : 25% à compter de 2022

<sup>24</sup> La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€

### Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en §1.1.2.7 - de notre rapport.

Les prévisions de BFR de la Société reposent sur les niveaux empiriques observés, considérés par le management comme normatifs. Le suivi par le management des délais de règlement clients s'appuie sur un calcul par apurement, aboutissant à une prévision de variation du BFR d'environ 5% de la variation du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires.

Sur cette base, l'excédent en fonds de roulement observé à fin décembre 2021 et représentant -18 jours de chiffre d'affaires, devrait diminuer pour représenter -7 jours de chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires induisant une consommation de trésorerie de 1m€ par an en moyenne sur la durée du plan d'affaires.

### Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée et du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois raisonnables et cohérentes en termes de chiffre d'affaires.

Ces hypothèses reposent sur une croissance soutenue jusqu'en 2023 qui est confortée d'une part par le chiffre d'affaires déjà réalisé à fin mars 2022 (cf. 3.3.2.3 ci-après) et d'autre part par les prévisions 2022-2023 des analytiques suivant les ESN françaises.

Quand bien même un ralentissement de la croissance est observé à compter de 2024, les hypothèses de croissance du plan d'affaires post 2023 restent élevées et volontaristes, le déterminant principal de la croissance résidant dans la capacité à atteindre les objectifs fixés de croissance des effectifs. Elles sont néanmoins en ligne avec la croissance organique moyenne qu'Umanis a pu réaliser historiquement entre 2014 et 2016 (environ +6%).

Le plan d'affaires apparaît toutefois plus volontariste sur les hypothèses de rentabilité, dans un contexte inflationniste (notamment sur les salaires) au sein d'un marché particulièrement compétitif pour le recrutement des effectifs, le niveau de profitabilité anticipé par la Société à compter de 2025 n'ayant par ailleurs jamais été réalisé par la Société au cours des dix dernières années.

Son caractère volontariste, reflété par un taux de marge opérationnelle d'environ 11% à l'horizon 2027, reste ambitieux au regard des taux de croissance et marges opérationnelles observés sur les performances historiques des dix dernières années (entre 4,9% et 9,9% de taux de marge opérationnelle courant) et celles des sociétés comparables (10,3% en médiane en 2023).

### 3.3.2.3 - Analyse de la cohérence du budget 2022 sur la base du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle courante à fin mars 2022

Afin d'analyser la cohérence du budget 2022 servant au calcul du flux de trésorerie disponible de cette même année, nous nous sommes fait communiquer par la direction financière de la Société le chiffre d'affaires non audité d'Umanis à fin mars 2022, ainsi que les principaux agrégats dont notamment le ROC non audité.

Le chiffre d'affaires réalisé à fin mars 2022 met en exergue un chiffre d'affaires supérieur de l'ordre de 5% par rapport au chiffre d'affaires budgétaire à fin mars 2022.

Le taux de marge d'EBIT réalisé à fin mars 2022 est en ligne avec le taux de marge d'EBIT budgété à fin mars 2022.

Nous comprenons par ailleurs que, sur la base du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle courante à fin mars 2022, la direction financière de la Société estime que les prévisions du budget 2022 en termes d'activité et de profitabilité inclus dans le plan d'affaires d'Umanis sont confirmées.

### 3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2022 – 2027, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Umanis - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
<b>EBIT*</b>	<i>Résultat Opérationnel Courant</i>
+ Dotation aux amortissements IFRS 16	
- Flux de loyer IFRS 16	
<b>= EBIT retraité d'IFRS 16</b>	
- CVAE	
<b>= Résultat opérationnel retraité d'IFRS 16 post CVAE</b>	
- Impôt normatif théorique	<i>Sur résultat opérationnel**</i>
<b>= NOPAT retraité d'IFRS 16</b>	<b>Net Operating Profit After Tax pré IFRS 16</b>
+ Impact non-cash IFRS 2 (stock-options) et IFRS 3 (valorisation des <i>puts</i> et <i>calls</i> sur minoritaires)	
+ Amortissements	<i>Hors amortissements liés à IFRS 16, hors PIDR***</i>
- Investissements	
+/- Variation du BFR	
<b>= Flux de trésorerie disponible</b>	<b>ou Free Cash-Flows (FCF)</b>

\*Intégrant les effets de la norme IFRS 16 (incluant les amortissements relatifs aux contrats de location)

\*\*Hors CIR et impact des normes IFRS 2 et 3

\*\*\*Provisions pour indemnités de départ à la retraite

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1<sup>er</sup> juin 2022.

### 3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation

#### 3.3.2.5.1 - Approche court terme

Calcul du CMPC	Court terme Umanis
Taux sans risque	(1) 1,46%
Prime de risque du marché	(2) 7,24%
Beta désendetté	(3) 0,88
Gearing	(4) 8%
Beta endetté	(5) 0,93
Prime de taille	(6) 2,93%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>(7) 11,12%</b>
Coût de la dette	(8) 3,0%
Taux d'IS	(9) 25,8%
<b>Coût de la dette après impôts</b>	<b>2,2%</b>
D/(D+CP)	8%
CP/(D+CP)	92%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>(10) 10,45%</b>

(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 17 mai 2022

(6) Moyenne Ibbotson/CCEF

(2) Fairness Finance - à fin avril 2022

(7) Formule du modèle CAPM

(3) Médiane 2 ans des comparables

(8) Coût de la dette de la Société

(4) Gearing de la Société hors IFRS 16

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

(5) Formule de Hamada

(10) Formule  $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 10,45%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque basé sur la moyenne 1 mois au 17 mai 2022 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 1,46% ;
- une prime de risque du marché actions France de 7,24% calculée par Fairness Finance à fin avril 2022 ;
- un *gearing* de 8% correspondant au *gearing* (ratio dette nette / capitalisation boursière) d'Umanis sur la base de sa dette nette ajustée retraitée de l'impact IFRS 16 au 31 décembre 2021, et de la valeur des fonds propres induite par le prix d'Offre ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,88 retenu correspond à la médiane des bêtas 2 ans des sociétés cotées comparables à Umanis affichant un coefficient de détermination R<sup>2</sup> supérieur à 10%, le bêta sur un horizon d'un an ayant pour inconvénient de reposer sur un nombre de données statistiques plus limité. Il regroupe les sociétés Neurones S.A., SII (Société pour l'Informatique Industrielle) S.A., Aubay S.A., Infotel S.A., Wavestone SA, mais également Sopra Steria Group S.A., Capgemini SE et Atos SE (ayant été ajoutées à l'échantillon pour l'analyse des bêtas) ;
- la prime de taille retenue (2,93%) est fondée sur la moyenne de la prime extériorisée par l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps<sup>25</sup> en 2020, et celle de la CCEF<sup>26</sup> publiée en 2022. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ; et

<sup>25</sup> Calculée par interpolation linéaire entre le résultat issu de la matrice des déciles et des fractiles

<sup>26</sup> Compagnie des Conseils et Experts Financiers

- un coût de la dette après impôt de 2,2%, obtenu en considérant le coût de la dette moyen pondéré (par le montant des différents emprunts) de 3,0% et un taux d'impôt effectif de 25,8% (l'essentiel de la dette financière du groupe étant porté par les entités françaises).

### 3.3.2.5.2 - Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des données à long terme (2 ans) :

<b>Calcul du CMPC</b>	<b>Long terme Umanis</b>
Taux sans risque	(1) 0,10%
Prime de risque du marché	(2) 7,96%
Beta désendetté	(3) 0,88
Gearing	(4) 8%
Beta endetté	(5) 0,93
Prime de taille	(6) 2,93%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>10,44%</b>
Coût de la dette	(8) 3,0%
Taux d'IS	(9) 25,8%
<b>Coût de la dette après impôts</b>	<b>2,2%</b>
D/(D+CP)	8%
CP/(D+CP)	92%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>9,82%</b>
(1) OAT 10 ans - moyenne 2 ans au 17 mai 2022	(6) Moyenne Ibbotson/CCEF
(2) Fairness Finance - moy. 2 ans à fin avril 2022	(7) Formule du modèle CAPM
(3) Médiane 2 ans des comparables	(8) Coût de la dette de la Société
(4) Gearing de la Société hors IFRS 16	(9) Taux d'impôt sur les sociétés
(5) Formule de Hamada	(10) Formule $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche long terme s'élève à 9,82%, sur la base des hypothèses suivantes :

- le taux sans risque retenu correspond à la moyenne 2 ans au 17 mai 2022 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 0,10% ;
- la prime de risque du marché actions France retenue est la moyenne sur 2 ans glissants de 7,96% des primes de risques calculées par Fairness Finance à fin avril 2022.

### 3.3.2.5.3 - Approche retenue

Nous retiendrons en définitive un taux d'actualisation qui résulte d'une moyenne du taux d'actualisation obtenu sur le « court terme » de 10,45% et du taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » de 9,82% et qui s'établit à 10,13%.

<b>Calcul du CMPC</b>	
Approche court terme	10,45%
Approche long terme	9,82%
<b>Coût Moyen Pondéré du Capital retenu</b>	<b>10,13%</b>

### 3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (2027) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie et de l'inflation sur le long terme, et tenant compte également des prévisions de croissance à long terme du secteur d'activité d'Umanis ;
- Un niveau de marge d'EBIT (ROC hors CVAE) de 11,2% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge opérationnelle anticipé par Umanis à l'horizon du plan d'affaires (2027) ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,8% (y compris contribution additionnelle) équivalent à celui retenu à l'horizon de la période explicite (2027) et correspondant au taux d'impôt anticipé en France à compter de 2022 ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 0,8% du chiffre d'affaires correspondant à la moyenne observée au cours des cinq dernières années (2017-2021) ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée à hauteur de 5% de la variation du chiffre d'affaires induisant un BFR représentant -6 jours de chiffre d'affaires à l'horizon normatif.

### 3.3.2.7 - Résultats chiffrés

<b>Valeur des titres par la méthode du DCF</b>	
<b>En m€</b>	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	106,7
Valeur terminale actualisée	204,1
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>310,8</b>
Dette financière nette ajustée (-)	-25,3
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>285,5</b>
Nombre d'actions dilué (en milliers)	18 082
<b>Valeur par action (€)</b>	<b>15,79 €</b>
Prix d'Offre (€)	17,15 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>8,6 %</i>

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 285,5m€.

La valeur unitaire de l'action Umanis s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 15,79€.

Le prix d'Offre de 17,15€ induit une prime de 8,6% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

### 3.3.2.8 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Analyse de sensibilité (en €)			
CMPC	Taux de croissance à l'infini		
	1,50%	2,00%	2,50%
	9,63%   16,14 €	16,92 €	17,81 €
	10,13%   15,12 €	15,79 €	16,55 €
	10,63%   14,20 €	14,79 €	15,45 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 14,79€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 10,63%) et 16,92€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 9,63%).

L'application de la valeur centrale de la fourchette de taux d'actualisation mis en exergue par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation, soit 9%, ainsi que du taux de croissance à l'infini retenu par la Société pour cet exercice, soit 0%, aux flux de trésorerie que nous avons extériorisés sur la base du plan d'affaires transmis par le management de la Société, met en exergue une valeur proche tout en restant légèrement inférieure à celle qui ressort de l'application de notre taux d'actualisation et de notre taux de croissance à l'infini (15,79€).

Analyse de sensibilité (en €)			
CMPC	Marge d'EBIT normative		
	10,7%	11,2%	11,7%
	9,63%   16,33 €	16,92 €	17,51 €
	10,13%   15,25 €	15,79 €	16,33 €
	10,63%   14,29 €	14,79 €	15,29 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT sur le flux normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur comprise entre les mêmes fourchettes que l'analyse précédente, à savoir comprise entre 14,79€ (taux d'EBIT normatif de 11,2% et taux d'actualisation de 10,63%) et 16,92€ (taux d'EBIT normatif de 11,2% et taux d'actualisation de 9,63%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 15,79€.

### 3.3.3 - Méthode des comparables boursiers

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Umanis les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode dans la mesure où les sociétés retenues présentent des activités proches de celles d'Umanis et cette méthode étant une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires.

#### 3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité d'Umanis.

Sur le marché des Entreprises de Services du Numérique (ESN), nous avons identifié dans un premier temps les sociétés SQLI et Business & Decision comme concurrents directs d'Umanis. Néanmoins, bien

qu'elles présentent des éléments de comparaison en matière de modèle économique et d'activité avec Umanis, ces sociétés n'ont pu être retenues dans l'échantillon car Business & Decision n'est plus cotée depuis l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire en 2020 et SQLI a fait l'objet d'une transaction récente (annoncée en septembre 2021) suivie d'une offre publique ayant pour effet l'ajustement du cours à un niveau proche du prix d'offre depuis cette date. Nous les avons toutefois retenues dans notre échantillon de transactions comparables dans la mesure où les offres publiques visant leurs titres ont été effectuées récemment.

Nous avons également identifié les sociétés Devoteam, Groupe Open et Sodifrance parmi les ESN françaises de taille intermédiaire. Ces sociétés ayant fait l'objet d'une opération d'Offre Publique puis d'une sortie de la cote récemment, nous ne les avons pas retenues dans notre échantillon de sociétés cotées comparables. Nous les avons en revanche intégrées à notre échantillon de transactions comparables.

Enfin, nous avons aussi identifié les sociétés Keyrus et Micropole qui n'ont pas été retenues en raison de l'absence d'estimations issues de consensus d'analystes.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés évoluant dans le secteur des entreprises de services du numérique (ESN) et réalisant comme Umanis des prestations de conseil en transformation IT et digitale. Afin de tenir compte des spécificités d'Umanis (activité, taille, etc.) et de pouvoir appliquer des multiples pertinents (sociétés disposant d'une certaine liquidité), nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés :

- dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1 milliard d'euros ;
- opérant majoritairement en France comme Umanis (98% du chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 est réalisé en France et au Maroc) ;
- possédant un capital flottant d'un niveau minimum de 25%.

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont conduit à écarter les sociétés Capgemini, Atos et Sopra Steria, car celles-ci présentent une taille (entre 4,7 milliards d'euros et 18,2 milliards d'euros de chiffres d'affaires en 2021) et une internationalisation significativement supérieure à Umanis (respectivement 20,9%, 15,0% et 47,5% du chiffre d'affaires réalisé en France).

Au terme de notre analyse, l'échantillon de sociétés comparables retenu inclut les sociétés françaises présentes dans le secteur des ESN suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2021 (en m€)
Neurones S.A.	France	865	580
SII S.A.**	France	883	829
Aubay Société Anonyme	France	709	471
Infotel SA	France	368	263
Wavestone SA**	France	973	470
<b>Moyenne</b>		<b>760</b>	<b>523</b>
<b>Médiane</b>		<b>865</b>	<b>471</b>

Source : Capital IQ

\*Moyenne 1 mois au 20/05/2022

\*\*SII et Wavestone clôturent leurs comptes au 31 mars, les chiffres d'affaires affichés correspondent aux chiffres d'affaires des exercices se clôturant le 31/03/2022

Nous avons retenu cinq sociétés comparables à Umanis opérant dans le marché des ESN :

- Neurones est une société de conseil (management, organisation et digital) et de services informatiques qui accompagne ses clients dans le cadre de leur transformation et dans la gestion de leur système d'information. Neurones s'inscrit comme un acteur national dont la totalité du chiffre d'affaires est réalisée en France notamment auprès d'entreprises du secteur de la banque et assurance (32% du chiffre d'affaires). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 580m€ en 2021.

- SII (Société pour l'Informatique Industrielle) est une société de services informatiques spécialisée en conseil en développement de systèmes d'information ainsi que dans l'intégration et la maintenance des systèmes d'information notamment auprès de grandes entreprises du secteur de la banque et assurance (20% du chiffre d'affaires). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 829m€ au titre de l'exercice clos au 31/03/2022 dont près de 50% en France.
- Aubay est une société de services informatiques proposant des prestations de conseil technologique, d'ingénierie, de maintenance et d'infogérance majoritairement auprès d'acteurs de la banque (38% du chiffre d'affaires) et de l'assurance (21% du chiffre d'affaires). Les prestations couvrent l'ensemble du cycle des projets (du conseil métier et technique à la prise en charge d'applications dans des centres de services dédiés). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 471m€ en 2021 dont 50% en France<sup>27</sup>.
- Infotel est une société de services informatiques intervenant majoritairement auprès de grands comptes du secteur bancaire (40% du chiffre d'affaires) et de l'industrie (24% du chiffre d'affaires) dans le cadre de prestations de services (conseil, études et audit de systèmes d'informations, infogérance, maintenance etc.). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 263m€ en 2021 dont 88% en France.
- Wavestone est une société spécialisée dans les prestations de conseil en transformation accompagnant ses clients sur des problématiques de transformation digitale, de management, d'architecture des SI, du traitement de la donnée et de la cybersécurité. La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 470m€ au titre de l'exercice clos au 31/03/2022, dont 85% en France.

### 3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires de 2017 à 2023 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires						
	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
Neurones S.A.	8,6%	1,0%	4,1%	2,8%	10,6%	8,3%	7,3%
SII S.A.	27,8%	12,6%	7,1%	-3,3%	26,7%	8,7%	7,0%
Aubay Société Anonyme	6,8%	14,9%	4,3%	2,1%	10,4%	8,6%	6,8%
Infotel SA	9,9%	10,7%	7,2%	-5,3%	12,0%	8,4%	7,2%
Wavestone SA	6,3%	8,8%	7,8%	-1,1%	12,6%	6,7%	6,1%
<b>Moyenne</b>	<b>11,9%</b>	<b>9,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>8,1%</b>	<b>6,9%</b>
<b>Médiane</b>	<b>8,6%</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>12,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,0%</b>
<b>Umanis</b>	<b>23,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>14,5%</b>	<b>10,2%</b> <sup>1</sup>	

Source : Capital IQ au 20/05/2022

<sup>1</sup> Taux de croissance annuel moyen sur la période 2021-2023

Nous constatons que la croissance du chiffre d'affaires historique d'Umanis est proche de celle des sociétés comparables de l'échantillon, à l'exception de l'année 2017 pour laquelle la croissance d'Umanis est à relativiser compte tenu de la part importante de croissance externe relative aux acquisitions survenues ces années-là. Le chiffre d'affaires d'Umanis sur la période prévisionnelle devrait connaître une croissance plus importante que celle des comparables notamment sur la période 2021 - 2023, étant précisé que la croissance organique devrait être d'environ +10% sur 2022.

<sup>27</sup> Incluant une partie mineure au Royaume-Uni

Il convient de noter que l'année 2020 a été fortement impactée par la crise sanitaire du Covid-19 et ses conséquences, bien qu'inégales, sur l'activité du secteur des ESN se traduisent par un taux de croissance du chiffre d'affaires médian des comparables de -1,1%.

Les taux de marge d'EBIT de 2017 à 2023 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Comparables boursiers	Analyse des sociétés comparables						
	Marge d'EBIT <sup>1</sup>						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Neurones S.A.	9,1%	9,3%	9,3%	9,8%	10,5%	10,6%	10,6%
SII S.A.	6,1%	6,2%	6,4%	5,5%	9,4%	9,6%	9,8%
Aubay Société Anonyme <sup>2</sup>	9,2%	9,9%	9,8%	9,3%	10,2%	10,3%	10,3%
Infotel SA	11,1%	9,9%	8,9%	7,3%	8,1%	9,0%	9,3%
Wavestone SA	10,3%	12,4%	14,8%	14,2%	15,2%	14,5%	14,5%
<b>Moyenne</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,9%</b>
<b>Médiane</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,3%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>
<b>Umanis</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,7%</b> <sup>3</sup>	

Source : Capital IQ au 20/05/2022

<sup>1</sup> EBIT retraités de la norme IFRS 16 pour Umanis et les sociétés cotées comparables concernées

<sup>2</sup> EBIT d'Aubay retraité pour réintégrer les charges de restructuration et les charges liées au paiement en actions et assimilés

<sup>3</sup> Moyenne arithmétique des marges d'EBIT sur la période 2022-2023

Note : l'EBIT correspond au Résultat Opérationnel Courant

Les taux de marge d'EBIT générés par Umanis sur la période 2017 - 2018 sont en ligne avec les taux de marge médians des sociétés comparables. Sur la période 2019 à 2021, nous constatons par rapport au niveau de 2017 et 2018 une légère dégradation du taux de marge opérationnel d'Umanis, qui se situe à un niveau inférieur à ceux des sociétés comparables. Sur la période prévisionnelle (2022 et 2023), la marge d'EBIT d'Umanis devrait progresser tout en restant inférieure aux taux de marge d'EBIT médians des comparables, traduisant un niveau de profitabilité légèrement en-deçà de celui des sociétés de l'échantillon retenu.

En outre, la comptabilisation par Aubay des charges de restructuration et des charges liées au paiement en actions et assimilés (qu'elle comptabilise en dessous de son résultat opérationnel courant dans ses comptes) étant différente de celles des autres sociétés de l'échantillon et d'Umanis, nous avons réintégré ces charges dans son EBIT afin d'obtenir des EBIT comparables.

### 3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat Opérationnel Courant comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les agrégats de la Société que nous avons retraités sur la même période et la dette nette retenue (pré IFRS 16).

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Umanis présente des marges opérationnelles inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;

- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

Comparables boursiers	VE/EBIT <sup>1</sup>	
	2022	2023
Neurones S.A.	9,7x	9,0x
SII S.A.	9,1x	8,3x
Aubay Société Anonyme <sup>2</sup>	12,1x	11,4x
Infotel SA	10,3x	9,3x
Wavestone SA	13,4x	12,7x
<b>Médiane</b>	<b>10,3x</b>	<b>9,3x</b>

Source : Capital IQ au 20/05/2022

<sup>1</sup> Dette nette (pour le calcul de la VE) et EBIT  
retraités de la norme IFRS 16

<sup>2</sup> EBIT d'Aubay retraité pour réintégrer les charges de  
restructuration et les charges liées au paiement en  
actions et assimilés

### 3.3.3.4 - Application de la méthode

En l'absence de prévisions pour la quasi-totalité des sociétés de l'échantillon en 2024, nous avons retenu les multiples médians VE / EBIT pour les années 2022 et 2023, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport (20 mai 2022) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées que nous avons appliqués aux EBIT prévisionnels d'Umanis sur les mêmes années.

Nous n'avons, par ailleurs, pas appliqué de décote de taille sur les multiples de cet échantillon, l'écart entre la capitalisation boursière moyenne des comparables boursiers et la capitalisation boursière de la Société n'étant pas significatif.

### 3.3.3.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites d'Umanis obtenues par la méthode des comparables boursiers.

Umanis - Evaluation par la méthode des comparables boursiers	VE / EBIT		Moyenne
	2022	2023	
Valeur des fonds propres (m€)	216,3	223,2	219,8
Nombre d'actions (en millions)	18,1	18,1	18,1
Valeur par action (€)	11,96 €	12,34 €	12,15 €
Prix d'Offre (€)			17,15 €
Prime offerte par le Prix d'Offre			41,1 %

Nous obtenons, en synthèse, une valeur d'Umanis par la méthode des comparables boursiers de 12,15€.

Le prix d'Offre de 17,15€ fait ressortir une prime de 41,1% sur la valeur obtenue par cette méthode.

### 3.3.4 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Umanis la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues sur les trois dernières années pour des sociétés comparables à Umanis, situées exclusivement en France.

#### 3.3.4.1 - Choix des transactions

La Société est positionnée sur le secteur des entreprises de services du numérique (ESN).

Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis 2019 sur onze sociétés françaises évoluant sur le même secteur d'activité.

#### 3.3.4.2 - Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon élargi de treize transactions, car deux des sociétés font l'objet de deux transactions à des prix et à des dates différentes sur la période. Ces transactions sont présentées ci-après.

Nous avons mis en exergue dans notre analyse le multiple d'EBIT. Le multiple d'EBIT des transactions comparables a été calculé sur la base du dernier EBIT connu à la date de la transaction, à savoir l'EBIT du dernier exercice clos des sociétés cibles précédant la transaction ou, si la transaction était réalisée au cours du deuxième semestre, l'EBIT des douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction lorsque la société cible publie des comptes semestriels.

Il convient également de noter que les EBIT des sociétés cibles ont été uniformisés selon la comptabilisation utilisée par Umanis. Contrairement à certaines des sociétés du secteur, Umanis comptabilise les charges de restructuration et les charges liées au paiement en actions et assimilés dans le résultat opérationnel courant (EBIT). Ainsi, les EBIT des sociétés pour lesquelles les charges de restructuration et les charges liées au paiement en actions et assimilés étaient comptabilisés en dessous du résultat opérationnel courant ont été retraitées afin d'intégrer ces charges dans l'EBIT des sociétés cibles. Ces retraitements maximisent la valeur obtenue par l'application de cette méthode.

Les transactions se synthétisent comme suit :

#### Umanis - Transactions comparables

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Nationalité cible	Pourcentage d'acquisition
11-janv.-22	Montefiore Investment, SA	Groupe Open	France	13%
14-déc.-21	Aquiline Capital Partners LLC; Elyan Partners SAS	Cheops Technology France SA	France	100%
14-oct.-21	Castillon SAS	Devoteam SA	France	14%
23-sept.-21	DBAY Advisors Limited	SQLI SA	France	72%
22-oct.-20	Atos SE	Edifixio SAS	France	100%
22-juil.-20	Montefiore Investment, SA	Groupe Open	France	56%
20-juil.-20	TowerBrook Capital Partners L.P.	Talan SAS	France	n/c
9-juil.-20	Castillon SAS	Devoteam SA	France	80%
21-févr.-20	Sopra Steria Group SA	Sodifrance SA	France	94%
12-févr.-20	Orange Business Services SA	Business & Decision SA	France	6%
21-oct.-19	ITS Participations	ITS Group	France	36%
24-juin-19	Capgemini SE	Altran Technologies S.A.	France	100%
7-févr.-19	Multi Market Services France Holdings SAS	Soft Computing	France	17%

Source : Capital IQ, CFNews, Presse

n/c : non communiquée

Nous avons retenu un échantillon de treize transactions comparables à Umanis (dont douze sont exploitables en termes de multiple) opérant sur le secteur des ESN :

- Le 11 janvier 2022, l'actionnaire majoritaire de Groupe Open, New Go, agissant pour le compte des fondateurs et d'un fonds géré par Montefiore Investment, a déposé une offre publique d'achat visant les actions qui ne sont pas détenues par New Go, représentant 13% du capital au prix d'offre de 33,50€ l'action. Groupe Open est une ESN spécialisée dans la transformation IT et digitale opérant majoritairement en France. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 336m€.
- Le 14 décembre 2021, le dirigeant fondateur de Cheops Technology, Nicolas Leroy-Fleuriot, a annoncé avoir accepté une offre pour céder sa société au bénéfice des fonds Aquiline Capital Partners et Edmond de Rothschild Private Equity (Elyan). Cheops Technology est une ESN spécialisée dans les infrastructures informatiques, l'exploitation des données et la sécurité. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 119m€.
- Le 14 octobre 2021, les frères Bentzmann et le fonds KKR à travers la société Castillon SAS ont annoncé lancer une offre publique d'achat sur le solde des actions de Devoteam qu'ils ne détiennent pas. L'offre, au prix de 168,50€, visait ainsi 14% du capital. Devoteam est une ESN spécialisée dans les architectures IT innovantes et en conseil en management. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction était de 803m€.
- Le 23 septembre 2021, la société SQLI et le fonds d'investissement britannique DBAY Advisors ont annoncé avoir conclu un accord en vue de l'acquisition par le biais d'une OPA au prix d'offre de 31€ par action portant sur la totalité des titres non détenus par l'Initiateur, soit 72% du capital. SQLI est une ESN spécialisée dans la transformation digitale des grandes entreprises. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction était de 217m€.
- Le 22 octobre 2020, la société Atos a annoncé son entrée en négociations exclusives pour le rachat de 100% des titres détenus par les actionnaires d'Edifixio, une entreprise familiale de conseil et d'intégration Cloud et Salesforce. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction s'établissait à 30m€.
- Le 22 juillet 2020, Groupe Open a annoncé être l'objet d'une OPA lancée par ses fondateurs accompagnés par le fonds d'investissement Montefiore. Cette opération visait 56% du capital au prix d'offre de 15€ par action. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction était de 296m€.

- Le 20 juillet 2020, Talan a annoncé l'entrée à son capital du fonds d'investissement TowerBrook. Talan est une ESN spécialisée dans la transformation numérique, le traitement des données et l'intelligence artificielle. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 243m€.
- Le 9 juillet 2020, les frères Bentzmann s'allient à un acteur du *private equity*, le fonds KKR, à travers la société Castillon pour renforcer leur contrôle dans Devoteam. Une OPA est lancée au prix d'offre de 98€ et vise 80% du capital de la société. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction était de 776m€.
- Le 21 février 2020, Sopra Steria a signé un accord de négociations exclusives en vue d'acquérir le bloc de contrôle de Sodifrance représentant 94,03% du capital et a lancé un projet d'OPR. Le prix par action était de 17,10 €. Sodifrance est une ESN, s'adressant aux secteurs de l'assurance, de la protection sociale et de la santé. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction était de 103m€.
- Le 12 février 2020, Business & Decision annonce être l'objet d'une OPR par Orange Business Services qui détient 93,62% de son capital. Le prix d'offre était de 7,93€ par action. Cette opération a pour objectif de renforcer la position d'Orange dans le Big Data. Business & Decision est une ESN spécialisée dans le consulting et l'intégration de systèmes, et est un acteur majeur du Business Intelligence. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 204m€.
- Le 21 octobre 2019, le Président Directeur Général d'ITS Group annonce lancer une OPA sur sa société afin de reprendre le contrôle du groupe qu'il a créé en 1997. De concert avec les principaux actionnaires qui apportent leurs actions, l'offre visait la totalité des actions non détenues par le concert, soit 36% du capital, au prix d'offre de 6,62€ par action. ITS Group est une ESN spécialisée dans les infrastructures IT, le traitement de données et le *cloud*. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction était de 118m€.
- Le 24 juin 2019, Altran et Capgemini ont annoncé avoir conclu un accord de négociations exclusives en vue de l'acquisition par Capgemini d'Altran dans le cadre d'une OPA à 14,00 euros par action visant la totalité des actions non encore détenues par Capgemini. Altran est une ESN parmi les leaders des services d'ingénierie et de R&D en proposant des services en intelligence artificielle, en infrastructure et *cloud*. Son chiffre d'affaires sur les douze derniers mois à la clôture semestrielle précédent la transaction était de 3.138m€.
- Le 7 février 2019, Publicis Groupe via sa filiale Multi Market Services France Holdings a annoncé l'acquisition de 83,0% du capital de Soft Computing deux mois plus tôt au prix de 25€ par action auprès des actionnaires fondateurs. S'en est suivi le lancement d'une OPA sur le reliquat du capital au même prix d'offre. Soft Computing est une ESN française qui se positionne en tant qu'un des leaders en France du datamarketing. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 47m€.

### 3.3.4.3 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat Opérationnel Courant comme s'apparentant à l'EBIT. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires en raison du différentiel de profitabilité existant entre les sociétés de l'échantillon et Umanis ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de recherche et développement ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Umanis - Transactions comparables			
Date d'annonce	Cible	Valeur d'entreprise (m€)	VE/EBIT <sup>1</sup>
11-janv.-22	Groupe Open	258	14,6x
14-déc.-21	Cheops Technology France SA	154	18,8x
14-oct.-21	Devoteam SA	1 494	18,2x
23-sept.-21	SQLI SA	169	23,2x
22-oct.-20	Edifixo SAS	13	12,1x
22-juil.-20	Groupe Open	118	9,6x
20-juil.-20	Talan SAS	280	14,0x
9-juil.-20	Devoteam SA	839	11,1x
21-févr.-20	Sodifrance SA	77	14,3x
12-févr.-20	Business & Decision SA	99	n/a
21-oct.-19	ITS Group	66	9,8x
24-juin-19	Altran Technologies S.A.	5 315	18,5x
7-févr.-19	Soft Computing	44	12,3x
<b>Médiane</b>			<b>14,2x</b>

Source : Capital IQ, CFNews, Presse

n/c : non communiqué

<sup>1</sup> EBIT retraités le cas échéant pour réintégrer les charges de restructuration et les charges liées au paiement en actions et assimilés  
n/a: non applicable en raison d'un EBIT négatif

### 3.3.4.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBIT médian que nous avons appliquée à l'EBIT d'Umanis pour l'année 2021, auquel nous avons réintégré la contribution à l'EBIT de la société Alphonse (consolidée dans les comptes d'Umanis depuis le 1<sup>er</sup> mars 2021) sur 2 mois afin d'intégrer la contribution de cette société en année pleine sur l'année 2021<sup>28</sup>.

Les transactions retenues ayant été réalisées au cours des trois dernières années, nous aurions pu également appliquer les multiples médians extériorisés aux EBIT d'Umanis pour les exercices 2020 et 2019. Nous avons toutefois décidé de les appliquer uniquement à l'agrégat 2021 afin de maximiser la valeur selon cette méthode, l'année 2020 ayant été fortement impactée par le Covid-19 et l'année 2019 mettant en exergue une performance de la Société plus faible en termes de rentabilité (en comparaison avec les années 2017, 2018 et 2021 notamment).

---

<sup>28</sup> Concernant Sunseu, le résultat opérationnel courant de cette société étant négatif en 2021, nous n'avons pas réintégré les mois non consolidés sur 2021 (du 1<sup>er</sup> janvier au 30 septembre 2021), cette hypothèse maximisant la valeur obtenue par cette méthode

Par ailleurs, il est à noter que la majeure partie des multiples de transactions identifiés n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16 ou ont été retraités des effets de cette norme. La dette financière nette retenue au 31 décembre 2021 n'incluant pas la dette de loyer IFRS 16, nous avons par cohérence appliqué l'EBIT 2021 d'Umanis retraité des effets de cette norme.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en ajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la section 3.1.2. de ce rapport.

### 3.3.4.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite d'Umanis obtenue par la méthode des transactions comparables :

Umanis - Valeur par action	
	VE / EBIT
Valeur des fonds propres (m€)	264,1
Nombre d'actions (en millions)	18,1
<b>Valeur par action (€)</b>	<b>14,60 €</b>
Prix d'Offre (€)	17,15 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>17,4 %</i>

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite d'Umanis par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 14,60€ par action.

Nous retiendrons en synthèse la valeur extériorisée par cette méthode. Le prix d'Offre de 17,15€ fait ressortir une prime de 17,4% sur cette valeur.

### 3.3.5 - Référence au cours de bourse

Umanis a été introduit en bourse sur le marché Alternext (devenue Euronext Growth) en 1998. Les actions Umanis sont cotées sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0013263878 et ont pour code mnémonique ALUMS.

La capitalisation boursière à l'annonce de l'opération et à la suspension du cours qui en découle (11 mars 2022) s'élève à environ 217m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *small caps* ».

A notre connaissance, Umanis fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier : Gilbert Dupont. Il n'existe donc pas de consensus d'analystes sur la valeur.

#### 3.3.5.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

Préalablement à l'acquisition le 31 mai 2022 par CGI France (en vertu du contrat d'acquisition conclu le 25 avril 2022) d'un bloc d'actions auprès de Mura et Olivier Pouliquen représentant 70,59% du capital, l'actionnariat de Umanis se présente comme suit :

Actionnariat d'Umanis préalablement à l'Acquisition du Bloc				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Mura*	11 234 754	60,71%	22 469 508	72,06%
Famille Pouligny**	1 828 980	9,88%	2 958 252	9,49%
Auto-détention	471 289	2,55%	471 289	1,51%
Public	4 971 312	26,86%	5 284 436	16,95%
<b>Total</b>	<b>18 506 335</b>	<b>100,00%</b>	<b>31 183 485</b>	<b>100,00%</b>

Source : Projet de note d'information

\*société holding contrôlée par Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny

\*\*Olivier Pouligny ayant procédé à des opérations d'appports et donations le 20 mai 2022

Le capital flottant représente 26,86% du capital de la Société.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Umanis - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total <sup>1</sup>	Volume cumulé en % du flottant <sup>2</sup>
Moyenne 1 mois	9 998	199 958	1,1%	4,0%
Moyenne 3 mois	8 381	536 402	2,9%	10,8%
Moyenne 6 mois	13 088	1 688 388	9,1%	34,0%
Moyenne 9 mois	12 635	2 463 808	13,3%	49,6%
Moyenne 12 mois	10 982	2 866 342	15,5%	57,7%

Source : Capital IQ, Euronext au 10 mars 2022

<sup>1</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

<sup>2</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de l'importance des volumes échangés. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 8 milliers de titres (moyenne 3 mois) et 13 milliers de titres (moyenne 6 mois), illustrant une légère baisse des échanges et de la liquidité au cours des trois derniers mois précédant l'annonce de l'opération (11 mars 2022).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 2,9 millions d'actions, soit 15,5% du nombre total de titres composant le capital de la Société et 57,7% du flottant.

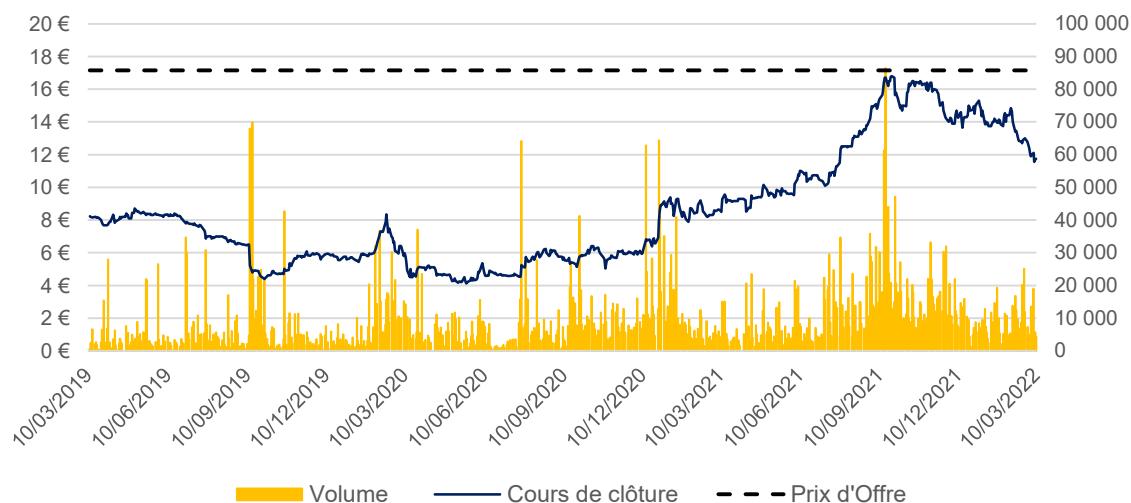
Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 1,1% du nombre total de titres et 4,0% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Umanis, qui fait l'objet d'échanges réguliers sur son flottant (représentant plus de 26% du capital de la Société), présente une liquidité suffisante pour retenir cette méthode à titre principal.

### 3.3.5.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Umanis sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :

## Cours de bourse sur 3 ans de l'action Umanis



De mars à juillet 2019, le cours de bourse d'Umanis évolue autour de 8€ dans un contexte d'annonces des résultats 2018 mettant en exergue un niveau de profitabilité en 2018 (9,3%) proche de celui observé en 2017 (9,9%) le 8 avril 2019, et la signature d'un nouveau contrat de financement (crédit croissance externe d'un montant maximum de 90m€ et émission d'un emprunt obligataire Euro PP de 32m€) le 15 avril 2019.

Le cours décroche une première fois le 24 juillet 2019 (-6%) suite à l'annonce du chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> semestre 2019 (en dépit d'une progression de ce dernier de +8,0%<sup>29</sup>) pour se situer à 7€ fin juillet 2019, puis une deuxième fois plus significativement mi-septembre 2019 suite à l'annonce de résultats semestriels affichant un taux de marge opérationnel courant de 5,3% et de perspectives pour l'exercice 2019 revues à la baisse (marge opérationnelle courante comprise entre 6% et 7%). Le cours perd alors 26% entre le 12 et le 16 septembre 2019 et passe sous la barre des 5€.

Les annonces des acquisitions par le groupe d'Oceane Consulting Nord et de Neonn (7,5m€ de chiffre d'affaires pour les deux sociétés en 2018) faites respectivement le 1<sup>er</sup> et le 25 juillet 2019 n'ont quant à elles pas d'impact notable sur le cours de bourse d'Umanis.

Le cours va par la suite poursuivre sa baisse jusque fin septembre 2019 pour atteindre 4,4€ avant de progresser à nouveau pour revenir au-delà des 5€ fin octobre 2019 suite à l'annonce du chiffre d'affaires à fin septembre 2019 (+7,2% par rapport à fin septembre 2018).

Il va poursuivre une tendance haussière jusque mi-novembre 2019 avant de se stabiliser autour de 6€ jusque fin janvier 2020. Sur cette période, l'annonce de l'acquisition d'Ebiznext (chiffre d'affaires d'environ 8m€ en 2018) le 3 décembre 2019 n'a que peu d'effet sur le cours.

Début février 2020, dans la foulée de la publication du chiffre d'affaires 2019 (+6,0%), le cours progresse rapidement pour atteindre 8,3€ le 18 février 2020 avant de connaître une chute brutale et s'établir à 4,5€ mi-mars 2020 du fait de la pandémie mondiale de Covid-19 et du confinement décidé sur le territoire français.

Dans ce contexte incertain, le cours va évoluer entre 4,5€ et 5,5€ jusque fin juillet 2020, l'annonce du chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> trimestre 2020 fin avril 2020 n'ayant pas permis d'évaluer l'impact du Covid-19 sur l'activité d'Umanis à ce stade.

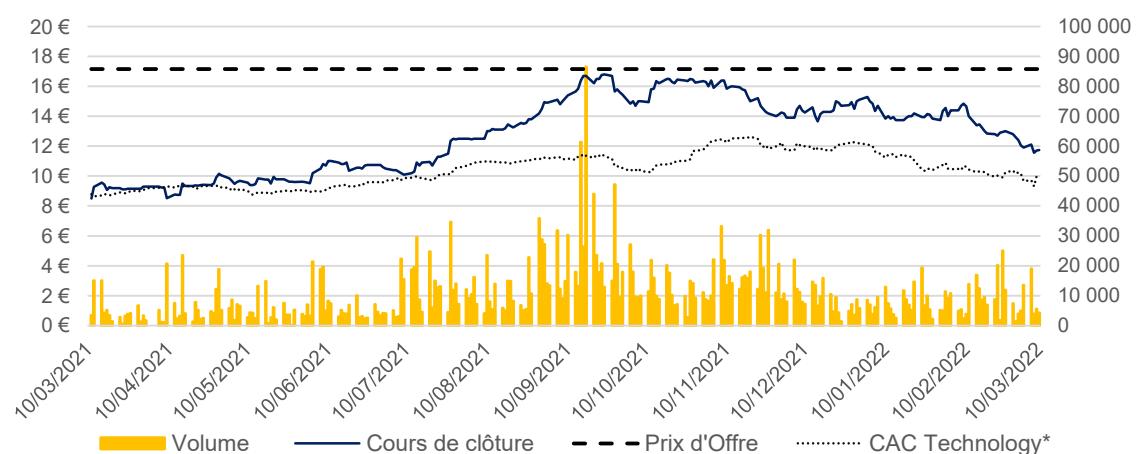
<sup>29</sup> +6% hors contribution de 1,8m€ de la société Contacts Consulting consolidée depuis le 1<sup>er</sup> février 2019

Fin juillet 2020, le cours revient à un niveau proche de 6€. Il évolue autour de 6€ jusqu'à mi-décembre 2020, la Société publant sur cette période ses résultats semestriels 2020 et son chiffre d'affaires du 3<sup>ème</sup> trimestre 2020.

A compter de mi-décembre 2020, le cours de bourse d'Umanis connaît une tendance haussière rapide pour s'établir au-delà de 9€ début janvier 2021 sans annonce particulière de la Société entre temps.

Alors qu'il avait diminué à nouveau à un niveau proche de 8€, le cours progresse le 3 février 2021 de +8% suite à l'annonce la veille du chiffre d'affaires annuel 2020 (en très léger repli de -2% malgré la crise du Covid-19) pour revenir autour des 9€.

### Cours de bourse sur 1 an de l'action Umanis



\*Rebasé au 10 mars 2022

L'annonce de l'acquisition de la société Alphonse le 11 mars 2021 permet au cours qui se situait à 8,5€ de progresser de +9% dès le lendemain à 9,3€.

Par la suite, le cours va dans un premier temps se stabiliser et osciller entre 9€ et 10€. L'annonce des résultats annuels 2020 extériorisant une marge opérationnelle courante en amélioration (8,0% contre 7,6% en 2019) permet au cours de gagner +9% à 9,5€ le 15 avril 2021.

Cette évolution se poursuivra jusque début juin 2021 avant que le cours ne connaisse une tendance haussière portant celui-ci à plus de 12€ fin juillet 2021 suite à l'annonce du chiffre d'affaires trimestriel (en progression de +20%) et de perspectives de rentabilité revues à la hausse.

A compter de cette date, le cours de bourse d'Umanis va poursuivre sa dynamique favorable et progresser fortement pour atteindre 17€ mi-septembre 2021, soit le niveau maximum observé au cours de la dernière année (17,2€ en *intraday* le 17 septembre 2021 suite aux résultats semestriels 2021 publiés le 16 septembre 2021<sup>30</sup> et 16,8€ en cours de clôture le 24 septembre 2021), témoignant d'une hausse nettement plus marquée que celle du CAC Technology<sup>31</sup> avec des volumes d'échanges plus importants sur cette période.

<sup>30</sup> Affichant des résultats semestriels 2021 en forte progression (9,7% de marge opérationnelle courante), annonçant l'acquisition de Suntseu (chiffre d'affaires de 4,5m€ en 2020) et les perspectives 2021 (chiffre d'affaires proforma 2021 de plus de 250m€ et marge d'EBITDA annuelle aux alentours de 13% contre 11,2% en 2020)

<sup>31</sup> Indice composé de 44 sociétés françaises du secteur des ESN et de l'édition de logiciels principalement cotées à Paris et comprenant les sociétés comparables à Umanis

Fin septembre 2021, le cours décroche légèrement et revient autour de 15€ sans publications de résultats de la Société sur cette période. Il rebondit mi-octobre 2021 pour s'établir à nouveau au-delà des 16€.

En dépit de l'annonce de la progression de +19% du chiffre d'affaires au 3<sup>ème</sup> trimestre 2021 début novembre 2021 et de perspectives 2021 confirmées en termes de croissance de l'activité et affinés en termes de rentabilité<sup>32</sup>, Umanis voit son cours baisser progressivement et passer sous les 14€ début décembre 2021.

Par la suite, le cours d'Umanis oscille entre 14€ et 15€ jusque mi-février 2022, avant de diminuer progressivement à compter du 9 février 2022 (14,85€), cette tendance baissière s'observant également depuis début mi-février 2022 sur les autres sociétés cotées du secteur à travers l'évolution de l'indice CAC Technology.

Le dernier cours de clôture au 10 mars 2022, soit la dernière journée d'échanges avant la suspension du cours et l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (le 11 mars 2022) à 15,00€, s'élève à 11,75€.

Les niveaux de cours de bourse historique à court terme (moins d'un an) et actuel semblent relativement corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières de la Société et aux annonces récentes.

### 3.3.5.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 10 mars 2022, dernier cours précédent la suspension du cours le 11 mars 2022 et l'annonce au marché ce même jour du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée de Umanis au prix de 17,15€ par action.

Umanis - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en % <sup>1</sup>
Cours de clôture (le 10 mars 2022)	11,75	46,0%
CMPV* 20 jours	12,62	35,9%
CMPV* 60 jours	13,60	26,1%
CMPV* 120 jours	14,72	16,5%
CMPV* 180 jours	14,34	19,6%
CMPV* 250 jours	13,67	25,4%
Maximum cours de clôture - 1 an	16,80	2,1%
Minimum cours de clôture - 1 an	8,50	101,8%

<sup>1</sup> Pour un prix d'offre de 17,15€ par action

\*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext, Capital IQ le 10 mars 2022

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 12,62€ (moyenne 20 jours) et 14,72€ (moyenne 120 jours).

Le prix proposé de 17,15€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 16,5% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 120 jours) et

<sup>32</sup> 12% de marge d'EBITDA au lieu de 13% annoncés lors des résultats semestriels 2021

35,9% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours). Il offre une prime de 46,0% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (11,75€ le 10 mars 2022) et une prime de 2,1% par rapport au cours de clôture maximum observé au cours de la dernière année (16,80€ le 24 septembre 2021). Il se situe au niveau maximum auquel le titre s'est échangé en *intraday* au cours de la dernière année (17,20€ le 17 septembre 2021).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue. Nous retiendrons également la référence au cours spot en date du 10 mars 2022 (dernier cours observé avant la suspension du cours de bourse et l'annonce de l'opération) qui intègre la légère baisse du cours à la suite de la publication par la Société le 2 février 2022 de son chiffre d'affaires 2021.

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours et 180 jours seront également présentées en synthèse.

## **4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur**

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Umanis :

### **4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :**

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Référence à l'actif net comptable ;
- Méthode l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches ainsi que les références aux objectifs de cours, à la référence à la valeur nette comptable des titres Umanis dans les comptes de Mura et aux augmentations de capital récentes, pour les raisons respectivement évoquées en section 3.2.3, 3.2.5 et 3.2.6 du présent rapport.

### **4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :**

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- Référence au cours de bourse ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des transactions comparables ;
- Référence aux objectifs de cours (retenue à titre indicatif) ;

Nous avons également retenu la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital d'Umanis, la référence au cours de bourse, la méthode des flux de trésorerie actualisés, la méthode des comparables boursiers et la méthode des transactions comparables à titre principal.

L'établissement présentateur a retenu la référence aux objectifs de cours à titre indicatif dans le cadre de l'évaluation de la Société. Nous avons pour notre part écarté cette méthode pour les raisons explicitées en 3.2.3 - du présent rapport.

Notre approche est décrite dans les parties 3.2 - et 3.3 - du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

#### **4.2.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société**

L'établissement présentateur a retenu en synthèse l'acquisition par CGI France d'une participation majoritaire de 70,59% dans Umanis à un prix par action Umanis de 17,15€.

Nous avons pour notre part également retenu cette transaction du 25 avril 2022 comme référence d'appréciation du prix de l'action Umanis pour les raisons évoquées précédemment.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur de l'action Umanis retenue par référence à cette transaction.

#### **4.2.2 - Référence au cours de bourse**

L'établissement présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur 1 mois, 6 mois, 12 mois ainsi que les 60 dernières séances boursières précédant le 10 mars 2022 correspondant au dernier jour de bourse avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération.

Afin de tenir compte de l'exhaustivité des échanges réalisés durant les journées de cotation à des cours qui peuvent différer du cours de clôture, nous avons retenu pour notre part en synthèse non pas le cours de clôture pondéré par les volumes mais le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières précédant l'annonce de l'opération au 10 mars 2022, ainsi que la référence au cours de clôture (cours spot) au 10 mars 2022 pour les raisons mentionnées en 3.3.5 tout en mettant en exergue les moyennes 120 et 180 jours.

Nous considérons au même titre que l'établissement présentateur que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre principal comme expliqué en partie 3.3.5.3.

#### **4.2.3 - Méthode des flux de trésorerie actualisés**

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par l'Initiateur pour les exercices allant du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2024 ;
- calculé une valeur terminale intégrant un taux de croissance à l'infini de 2,0% et une marge opérationnelle (résultat opérationnel / chiffre d'affaires) de 10,0% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 10,07%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la Société et intègre un taux sans risque (1,22%), une prime de risque (7,29%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,82 (bêta désendetté de 0,79), une prime de taille de 3,21%, un coût de la dette avant impôt de 4,06% et un *gearing* de 5,11% ; et

- déduit de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2021 correspondant à une dette nette ajustée (35,2m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Umanis de 13,90€, le prix d'Offre offrant une prime de 23,4% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 12,33€ (taux d'actualisation de 10,57% et taux de croissance à l'infini de 1,5%) et 15,90€ (taux d'actualisation de 9,57% et taux de croissance à l'infini de 2,5%).

Les modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- le plan d'affaires utilisé ;
- l'horizon du plan d'affaires et les prévisions et hypothèses sur sa période explicite, ainsi que la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le taux d'impôt retenu sur la durée du plan d'affaires et sur le flux normatif ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

#### **4.2.3.1 - Plan d'affaires utilisé**

L'établissement présentateur s'est appuyé sur un plan d'affaires construit par l'Initiateur, tandis que nous avons retenu le plan d'affaires établi par le management de la société cible.

#### **4.2.3.2 - Horizon et prévisions du plan d'affaires sur la période explicite, flux normatif et valeur terminale**

##### **Horizon explicite, flux normatif et valeur terminale du plan d'affaires**

L'établissement présentateur a utilisé un plan d'affaires établi par l'Initiateur qui a comme horizon explicite l'exercice 2024. Le plan d'affaires utilisé par l'établissement présentateur intègre un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 2,0% à l'infini et une progression de la marge opérationnelle (résultat opérationnel / chiffre d'affaires) vers 10,0% à l'horizon normatif.

Nous avons, pour notre part, utilisé le plan d'affaires établi par le management d'Umanis et qui a l'année 2027 comme horizon explicite, en considérant cette période de prévisions (6 ans) suffisamment longue.

Cette différence relative aux hypothèses du plan d'affaires utilisé et à son horizon explicite impacte les flux de trésorerie totaux avant actualisation qui sont supérieurs dans nos calculs.

##### **Prévisions du plan d'affaires et hypothèses retenues sur la période explicite**

Les prévisions sur la période 2022-2024 du plan d'affaires que nous avons utilisé divergent principalement des prévisions du plan d'affaires utilisé par l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- le chiffre d'affaires, avec des hypothèses de croissance plus conservatrices issues du plan d'affaires de l'Initiateur (6% de taux de croissance annuel moyen sur la période 2021-2024 contre 8% dans le plan d'affaires établi par le management de Umanis) ;
- la marge brute, avec des hypothèses de marge inférieures de 2,5m€ en moyenne par an sur la période 2022-2024 dans le plan d'affaires de l'Initiateur utilisé par l'établissement présentateur ;
- les autres charges et produits opérationnels avec des hypothèses plus volontaristes dans le plan d'affaires établi par l'Initiateur (notamment sur les frais commerciaux, les frais généraux et

- le CIR) ayant pour conséquence un EBIT très proche sur la période 2022-2024 (0,6m€ en cumul) ;
- la CVAE projetée dans le plan d'affaires du management d'Umanis à 0,6% du chiffre d'affaires sur la période 2022-2024 que nous avons pris en compte dans le calcul des flux de trésorerie disponibles ;
  - les montants d'investissements issus du plan d'affaires retenu par l'établissement présentateur, supérieurs de 0,8m€ en moyenne à ceux issus du plan d'affaires établi par le management sur la période 2022-2024.

L'établissement présentateur a par ailleurs retenu, sur la durée du plan d'affaires et sur le flux normatif, un taux d'impôt théorique de 25%. Nous avons, pour notre part, retenu un taux d'impôt théorique intégrant la contribution sociale représentant 3,3% de l'impôt sur les sociétés, induisant un taux d'impôt théorique compris entre 25,7% et 25,8% sur la durée du plan d'affaires.

Ces différences de prévisions entre le plan d'affaires utilisé par l'établissement présentateur et le plan d'affaires que nous avons utilisé se compensent, l'écart total sur les flux de trésorerie disponible sur la période 2022-2024 s'élevant à 0,5m€ en cumul.

#### Conclusion sur les flux avant actualisation

Les différences extériorisées sur la période explicite et sur la détermination de l'horizon normatif aboutissent à un cumul de flux de trésorerie avant actualisation de l'établissement présentateur inférieur à nos propres calculs.

#### 4.2.3.3 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Umanis - Calcul du CMPC		Crowe HAF		
	Etablissement présentateur	Court terme	Long terme	Moyenne
Taux sans risque	1,22%	(1)	1,46%	0,10%
Prime de risque du marché	7,29%	(2)	7,24%	7,96%
Beta désendetté	0,79	(3)	0,88	0,88
Gearing	5,11%	(4)	8,16%	8,16%
Beta endetté	0,82	(5)	0,93	0,93
Prime de taille	3,21%	(6)	2,93%	2,93%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>10,41%</b>	<b>(7)</b>	<b>11,12%</b>	<b>10,44%</b>
				<b>10,78%</b>
Coût de la dette	4,06%	(8)	2,96%	2,96%
Taux d'IS	25,00%	(9)	25,83%	25,83%
<b>Coût de la dette après impôts</b>	<b>3,05%</b>		<b>2,20%</b>	<b>2,20%</b>
D/(D+CP)	4,86%		7,54%	7,54%
CP/(D+CP)	95,14%		92,46%	92,46%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>10,07%</b>	<b>(10)</b>	<b>10,45%</b>	<b>9,82%</b>
				<b>10,13%</b>

(1) Fairness Finance - moyenne historique sur 1 mois (OAT 10 ans) (6) Duff & Phelps 2020 - Prime "microcap"

(2) Fairness Finance - moyenne historique sur 1 mois (7) Formule du modèle CAPM

(3) Bloomberg - moyenne 3 ans au 20/05/2022 (8) Coût de la dette 2021 d'Umanis

(4) Capital IQ - médiane des peers au 20/05/2022 (9) Taux d'impôt sur les sociétés français 2022

(5) Formule de Hamada (10) Formule  $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.5 du présent rapport

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,07%) est très légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (10,13%).

Les écarts observés proviennent d'une part des sources de marché utilisées et d'autre part des horizons temporels considérés pour la détermination des différents paramètres comme le montre le tableau ci-dessus.

L'approche de l'établissement présentateur reste toutefois cohérente et apparaît justifiée.

#### **4.2.3.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres**

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -35,1m€ au 31 décembre 2021 intégrant la dette financière nette pré-IFRS 16 (hors dettes de location) au 31 décembre 101 (-25,9m€) ajustée de la trésorerie issue de l'exercice des *stock options* (+0,4m€), des intérêts minoritaires liés à la filiale suisse d'Umanis, réévalués en valeur de marché (-1,0m€), des provisions d'engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR) et engagements similaires (-6,9m€), ainsi que des provisions pour litiges (-1,6m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la dette financière nette ajustée de -25,3m€ au 31 décembre 2021 sur la base du calcul détaillé dans la partie 3.1.2 - du présent rapport.

L'écart porte principalement sur :

- la prise en compte pour notre part de la valeur actualisée des créances de CIR tel qu'explicité en 3.1.2. du présent rapport (+12,3m€) ;
- la comptabilisation d'intérêts minoritaires liés à la filiale suisse en valeur de marché (-1,0m€) tandis que nous avons retenu pour notre part un supplément de juste valeur des intérêts minoritaires issu des engagements de *put* et *call* auprès des minoritaires, définissant déjà des multiples de sortie (-6,3m€) ;
- les provisions pour indemnités de départ à la retraite que nous considérons nettes de la fiscalité latente (au taux de 25,8%), ces provisions étant déductibles fiscalement au paiement de l'indemnité ;
- la prise en compte par nos soins des autres titres immobilisés (+1,0m€), ces derniers correspondant à des parts de FCPI ayant un caractère liquide.

#### **4.2.3.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés**

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 13,90€ et se situe en deçà de notre valeur (15,79€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

### **4.2.4 - Méthode des comparables boursiers**

#### **4.2.4.1 - Choix de l'échantillon**

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de huit sociétés ESN françaises (Capgemini, Sopra Steria, Atos, Wavestone, SII, Aubay, Infotel, et SQLI) évoluant principalement en France.

Nous avons pour notre part un échantillon composé cinq sociétés (Neurones, SII, Aubay, Infotel et Wavestone), quatre d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Capgemini, Sopra Steria et Atos qui présentent une taille et une internationalisation significativement supérieure à Umanis et qui proposent des prestations de services complètes s'adressant à des multinationales. Nous n'avons pas retenu la société SQLI qui a fait l'objet d'une transaction récente (annoncée en septembre 2021) suivie d'une offre publique ayant pour effet l'ajustement du cours à un niveau proche du prix d'offre depuis cette date. Nous l'avons toutefois retenue dans notre échantillon de transactions comparables.

#### **4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie**

Le ratio médian retenu par l'établissement présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBIT est pertinent.

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 20 mai 2022, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date, soit une capitalisation boursière au 20 mai 2022 et la dette nette publiée la plus récemment. Nous avons pour notre part retenu également des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, retenant ainsi une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 20 mai 2022 et la dette nette publiée la plus récemment<sup>33</sup>.

Les multiples médians retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à des EBIT prévisionnels 2022 et 2023 d'Umanis, correspondant aux ROC (après coûts de restructuration) anticipés par l'Initiateur dans son plan d'affaires pour 2022 et 2023, méthodologie que nous avons-nous-même suivie en appliquant pour notre part les multiples aux agrégats issus du plan d'affaires préparé par le management de la Société.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de -35,1m€ au 31 décembre 2021 alors que nous avons un retenu un montant correspondant à une dette nette ajustée de -25,3m€, les principaux écarts étant expliqués en 4.2.3.4 - du présent rapport.

#### **4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers**

La valeur de l'action Umanis obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 10,92€ (VE/EBIT 2023) 12,03€ (VE/EBIT 2022).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Umanis par la méthode des comparables boursiers de 12,15€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBIT pour les années 2022 et 2023.

---

<sup>33</sup> Toutes les sociétés de l'échantillon ont publié une dette nette au 31 décembre 2021 à l'exception de SII et Wavestone. SII clôture son exercice le 31 mars 2022 et par conséquent présente une dette nette au 30 juin 2021, les comptes clos au 31 décembre 2021 devant être publiés le 7 juin 2022. Wavestone ayant clôturé ses comptes au 31 mars 2022 et les ayant déjà publiés, elle présente une dette nette au 31 mars 2022

L'écart observé provient essentiellement de l'écart existant sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres explicité ci-avant, et dans une moindre mesure de l'écart issu des multiples retenus qui proviennent d'échantillons légèrement différents.

#### 4.2.5 - Méthode des transactions comparables

##### 4.2.5.1 - Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a identifié un échantillon de dix-huit transactions sur des ESN françaises et belges intervenues depuis 2018, dont quinze présentant des multiples d'EBIT exploitables dans le cadre de la méthode des transactions comparables.

Nous avons pour notre part identifié un échantillon de treize transactions dont douze présentent des multiples exploitables dans le cadre de la méthode, notre échantillon intégrant des transactions remontant jusqu'en 2019.

Douze de ces transactions ont également été retenues par l'établissement présentateur. Il s'agit de Groupe Open (2020 et 2022), Cheops Technology, Devoteam (2020 et 2021), SQLI, Sodifrance, Talan, Business & Decision, ITS Group, Altran et Soft Computing.

##### 4.2.5.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le multiple médian retenu par l'établissement présentateur est le multiple d'EBIT.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBIT est pertinent.

Le multiple médian retenu par l'établissement présentateur (14,5x) a été appliqué à l'EBIT d'Umanis en mettant en exergue une fourchette basse (application du multiple sur l'EBIT 2021) et une fourchette haute (application du multiple sur l'EBIT LTM<sup>34</sup>).

Cette méthodologie est proche de la méthodologie que nous avons nous-même appliquée.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de -35,1m€ au 31 décembre 2021 alors que nous avons un retenu un montant correspondant à une dette nette ajustée de -25,3m€, les principaux écarts étant expliqués en 4.2.3.4 - du présent rapport.

##### 4.2.5.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action Umanis obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort dans une fourchette comprise entre 14,16€ (EBIT 2021) et 15,80€ (EBIT LTM).

---

<sup>34</sup> *Last Twelve Months* : moyenne entre l'EBIT 2021 et l'EBIT 2022

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Umanis par la méthode des transactions comparables de 14,60€ correspondant à la valeur extériorisée par l'application du multiple d'EBIT à l'EBIT 2021.

L'écart observé sur le calcul du multiple appliqué à l'EBIT 2021 (valeur plus élevée dans nos calculs) provient essentiellement :

- des multiples retenus qui proviennent d'échantillons légèrement différents ;
- des retraitements que nous avons effectués sur les EBIT des transactions comparables comme expliqué dans la partie 3.3.4.2 ;
- de l'écart existant sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres explicité ci-avant.

## **5 - Analyse des accords connexes à l'Offre**

### **5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre**

Nous avons examiné les accords qui ont été portés à notre connaissance et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Dans ce cadre, nous avons analysé :

- le *Memorandum of Understanding* (protocole d'accord) conclu entre Mura et Olivier Pouligny d'une part et CGI France d'autre part en date du 10 mars 2022,
- le *Tender Offer Agreement* (accord relatif à l'Offre) conclu entre Umanis et CGI France en date du 10 mars 2022,
- le Contrat d'Acquisition en date du 25 avril 2022 portant sur l'acquisition par CGI auprès des actionnaires cédants (Mura et Olivier Pouligny) du Bloc d'actions de Umanis représentant 70,59% du capital et 80,71% des droits de vote (et son avenant en date du 19 mai 2022),
- les avenants aux baux conclus entre la Société et les SCI détenues par Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny le 24 mai 2022,
- le courriel de CGI France relatif à la rémunération d'Olivier Pouligny suite à l'Acquisition du Bloc,
- le projet de lettre d'engagements d'apport à l'Offre des porteurs d'options de souscription d'actions Umanis,
- le protocole d'accord relatif à la cession des actions Umanis conclu le 10 mars 2022 entre les associés de Mura,
- les traités d'apport et les actes authentiques de donation dans le cadre des apports et donations effectués par Olivier Pouligny en date du 20 mai 2022.

#### **5.1.1 - Analyse du Memorandum of Understanding (protocole d'accord) conclu entre CGI France et Mura et Olivier Pouligny**

Le 10 mars 2022, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur, Mura et Olivier Pouligny, un protocole d'accord (le MoU) a été conclu entre ces parties en vue de l'acquisition par CGI France de la totalité des actions détenues par Mura et Olivier Pouligny dans la Société, soit un total de 13.063.734 actions de la Société (représentant 70,59% du capital).

L'objet du MoU pour les parties était principalement de rentrer en négociations exclusives dans l'attente de la signature du Contrat d'Acquisition du Bloc qui n'est intervenue qu'à l'issue des procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel concernées d'Umanis et de CGI France.

Dans le cadre du MoU, les parties s'engageaient notamment au titre des éléments suivants :

- les parties s'efforçaient de finaliser le Contrat d'Acquisition dans les meilleurs délais ;
- les actionnaires cédants s'engageaient pendant la période d'exclusivité<sup>35</sup> à ne pas solliciter ou engager des discussions ou négociations avec un tiers ou en vue de conclure ou de mettre en œuvre une transaction alternative, de ne pas fournir à un tiers des informations en vue d'une transaction alternative, et de ne pas conclure un accord en vue de conclure ou de mettre en œuvre une transaction alternative ;

---

<sup>35</sup> Le plus tôt entre la date de signature du Contrat d'Acquisition et 12 mois après la date de signature du MoU (10 mars 2022)

- les parties s'engageaient à consulter les instances représentatives du personnel concernées, en initiant cette consultation au plus tard 5 jours ouvrés suivant la signature du MoU et à notifier à l'autre partie le résultat de cette consultation.

Le MoU contient également des clauses relatives à l'indemnisation prévue en cas de rupture par l'une ou l'autre des parties de l'accord, afin de couvrir ses coûts et dépenses externes et internes, ses investissements et ses ressources en rapport avec l'opération envisagée.

La signature du MoU le 10 mars 2022 est concomitante à la signature de l'accord relatif à l'Offre (*Tender Offer Agreement*) et a été suivie de la signature, le 25 avril 2022, d'un Contrat d'Acquisition dont le projet était annexé au MoU.

Ce type d'accord, en amont de la signature du contrat d'acquisition, est usuel dans ce type d'opération et n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part.

### **5.1.2 - Analyse du *Tender Offer Agreement* (accord relatif à l'Offre) conclu entre Umanis et CGI France**

Le 10 mars 2022, l'Initiateur a conclu un accord relatif à la mise en œuvre d'une offre publique d'acquisition obligatoire (le *Tender Offer Agreement*) avec la Société.

Il est rappelé qu'à la date de signature du *Tender Offer Agreement*, le conseil d'administration de la Société avait approuvé la signature par la Société de cet accord en tant qu'opération avec des parties liées, et avait confirmé qu'il accueillait favorablement l'offre potentielle.

Au titre de cet accord, l'Initiateur et la Société souhaitent conclure certains accords dans le cadre de l'Offre potentielle pour les actions restantes de la Société, et énoncer certaines conditions à cette Offre.

L'Initiateur et la Société se sont engagés réciproquement dans le cadre de la préparation de la documentation relative à l'Offre et de la réalisation de l'Offre.

Le *Tender Offer Agreement* inclut notamment :

- une description des termes de l'Offre incluant le prix d'Offre proposé par l'Initiateur de 17,15€ par action de la Société, les titres visés ou non par l'Offre et plus généralement les conditions dans lesquelles l'Initiateur procéderait à l'Offre ;
- les engagements réciproques de l'Initiateur et de la Société relativement à l'Offre notamment en matière d'annonce de l'Offre, de nomination d'un expert indépendant par le conseil d'administration de la Société, de dépôt de documents et l'obligation pour la Société de réunir un conseil d'administration délivrant un avis motivé quant à l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés ;
- un engagement pour la Société de ne pas solliciter, initier ou encourager des offres concurrentes à l'Offre ;
- certains engagements de la Société en matière de gestion dans le cours normal des affaires (en cohérence avec les pratiques passées) ;
- un engagement pour la Société de coopérer de bonne foi avec l'Initiateur en vue de la réalisation de l'acquisition du Bloc et de l'Offre et dans le cadre du dépôt et de la mise en œuvre de l'Offre.

Le *Tender Offer Agreement* ne pouvait être résilié que comme suit :

- par consentement mutuel écrit de CGI France et de la Société, ou ;
- par CGI France ou la Société dans le cas où le MoU expire ou est résilié conformément à ses termes ou le Contrat d'Acquisition d'actions est résilié conformément à ses termes, ou ;
- par la Société si CGI France ne dépose pas l'Offre auprès de l'AMF dans les 15 jours ouvrés suivant la réalisation de l'acquisition du Bloc ou si l'Offre est déclarée non conforme par l'AMF.

Nous comprenons que le *Tender Offer Agreement* a pour but de définir les termes et conditions de l'Offre amicale. Les engagements pris par l'Initiateur et par la Société sont usuels dans ce type de transaction.

L'examen des termes du *Tender Offer Agreement* ainsi que les différents engagements pris dans le cadre de cet accord ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

### **5.1.3 - Analyse du Contrat d'Acquisition du Bloc conclu entre CGI et Mura et Olivier Pouligny**

Le 25 avril 2022, CGI et Mura et Olivier Pouligny ont conclu un Contrat d'Acquisition du Bloc d'actions majoritaire d'Umanis représentant 70,59% du capital et 80,71% des droits de vote de la Société.

Le Contrat d'Acquisition du Bloc incluait notamment des dispositions relatives au prix d'acquisition du Bloc, des engagements des parties liés à des autorisations réglementaires à obtenir, des conditions suspensives et des déclarations et garanties des parties.

Les dispositions relatives au prix d'acquisition du Bloc sont présentées en 3.3.1.1 du présent rapport.

Le Contrat d'Acquisition du Bloc prévoyait des engagements des parties relatifs à l'obtention des autorisations réglementaires requises en matière de contrôle des concentrations (*Antitrust Filings*) et des investissements étrangers en France (*Foreign Investment Clearance*).

L'Acquisition du Bloc est subordonnée aux conditions suspensives suivantes :

- l'obtention des autorisations réglementaires requises en matière de contrôle des concentrations (auprès de l'Autorité de la Concurrence) et au titre des investissements étrangers en France,
- la remise d'une attestation d'équité en application du règlement général l'AMF par l'expert indépendant désigné par la Société et l'avis motivé favorable du conseil d'administration de la Société recommandant l'Offre,
- la remise de comptes consolidés au 31 décembre 2021 certifiés sans aucune réserve par les commissaires aux comptes et incluant un certain niveau de chiffre d'affaires, de marge d'EBITDA ainsi qu'un niveau de dette financière nette. Cette condition suspensive a été satisfaite suite à la publication par la Société le 13 avril 2022 de ses comptes consolidés au 31 décembre 2021 et n'apparaissait par conséquent pas dans la version signée du Contrat d'Acquisition en date du 25 avril 2022.

Le Contrat d'Acquisition du Bloc prévoyait également des engagements usuels des actionnaires cédants relatifs à l'Offre et au fait de soutenir et recommander l'apport à l'Offre, des engagements de non-concurrence, non-débauchage, non-dénigrement, et en matière de conduite des affaires jusqu'à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc. Ils se sont engagés notamment à cesser d'exercer toutes fonctions au sein des sociétés Amayas Consulting et Harington Technologies, qu'ils contrôlent, et à placer les actions desdites sociétés en fiducie jusqu'à la cession desdites entités.

Enfin, le Contrat d'Acquisition prévoyait des clauses relatives :

- aux fonctions opérationnelles de Laurent Piepszownik (Président Directeur Général de la Société) et Olivier Pouligny (Directeur Général Délégué de la Société). Le Contrat d'Acquisition prévoyait la confirmation écrite de Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny de l'absence de contrat de travail les liant à la Société ou ses filiales et la démission de Laurent Piepszownik de tout mandat qu'il détient dans le groupe et la poursuite par Olivier Pouligny de son mandat de Directeur Général Délégué de la Société à des conditions (rémunération et durée) raisonnablement satisfaisantes tant pour CGI que pour Olivier Pouligny ;
- à la conclusion d'avenants aux baux conclus avec les Sociétés Civiles Immobilières (SCI) contrôlées par Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny.

Nous avons pris connaissance d'un courriel relatif à la rémunération d'Olivier Pouligny au titre de son mandat de Directeur Général Délégué suite à l'Acquisition du Bloc.

Olivier Pouligny percevra, au titre de ses fonctions de Directeur Général Délégué, une rémunération qui semble cohérente avec le poste de cet actionnaire cédant. Il ne percevra plus aucune autre rémunération ni jetons de présence au titre de ses autres fonctions dans le groupe.

La rémunération proposée dans le cadre de la transaction est proche de celle qu'il percevait au global avant l'opération.

Nous avons également analysé les avenants aux baux immobiliers conclus le 24 mai 2022 entre Umanis et ses filiales d'une part et les SCI Jules Guesde, SCI Jules Guesde 2, SCI Lox, SCI PVC and SCI Point de l'Arche (détenues majoritairement par Laurent Piepszownik et Olivier Pouligny).

Ces avenants confèrent une option aux sociétés du groupe Umanis de résilier sans indemnités les différents baux avec effet au 31 décembre 2023 (avec un préavis de 6 mois).

A l'exception de cette modification relative à l'option de résiliation, les conditions de prix ainsi que les autres clauses de ces baux demeurent inchangées.

Ces accords n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part et ne font pas apparaître d'éléments qui constituerait un complément de prix.

A titre informatif, le Contrat d'Acquisition a fait l'objet d'un avenant en date du 19 mai 2022 afin de pouvoir refléter la nouvelle répartition des actions de Olivier Pouligny au sein de la famille Pouligny suite aux opérations d'apports et donations effectuées par celui-ci.

#### **5.1.4 - Analyse des engagements d'apport à l'Offre des porteurs d'options de souscription d'actions Umanis**

Le 31 mai 2022, l'Initiateur conclura des engagements d'apport avec les porteurs d'options de souscription d'actions, qui s'engageront à apporter à l'Offre les 47.425 actions issues de l'exercice de leurs options.

Les porteurs d'options de souscription d'actions s'engageront, aux termes de lettres d'engagement en date du 31 mai 2022 conclus avec l'Initiateur, à exercer leurs options (47.425 au total) et à apporter à l'Offre les actions ainsi obtenues, soit 47.425 actions au total.

Il est rappelé à ce titre que le conseil d'administration de la Société a autorisé, en date du 30 mai 2022, les bénéficiaires d'options à procéder à un exercice anticipé de celles-ci avant l'ouverture de l'Offre afin de permettre aux bénéficiaires d'apporter les actions sous-jacentes de la Société à l'Offre. En conséquence, les bénéficiaires d'options pourront apporter à l'Offre les actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de leurs options. Il est rappelé que chaque option donne droit à une action de la Société.

Ces engagements sont pris dans le cadre de l'acquisition par l'Initiateur de l'Offre du Bloc. En cas de réalisation, les apports à l'Offre seront effectués au prix d'Offre (de 17,15€ par action Umanis). Ces engagements sont donc conclus au même prix proposé à tous les actionnaires d'Umanis.

L'analyse de ces engagements ne fait pas apparaître de complément de prix et/ou de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

### **5.1.5 - Analyse du protocole d'accord conclu entre les associés de Mura**

Les associés de Mura ont conclu le 10 mars 2022 un protocole d'accord (ci-après le « Protocole d'accord ») par lequel ils ont fixé les modalités de cession de leur participation directe et indirecte dans la Société et leurs droits et obligations à ce titre.

Il est rappelé que les associés de Mura avaient conclu un pacte d'associés le 29 juin 2018, tel qu'amendé le 3 octobre 2018, pour organiser les conditions de leur investissement au sein de Mura et définir, notamment, les principes devant régir la cession des titres qu'ils détiennent dans Mura. Les principaux termes de ce pacte sont décrits dans la décision 218C1046 de l'AMF du 12 juin 2018.

Au titre du Protocole d'accord, il est notamment prévu :

- que Mura procède directement à la cession des actions de la Société qu'elle détient dans le cadre de l'Acquisition du Bloc ;
- qu'Olivier Pouligny n'apporte pas les actions de la Société qu'il détient directement à Mura mais cède celles-ci directement à CGI France dans le cadre de l'Acquisition du Bloc ;
- l'autorisation du rachat par Mura de l'intégralité des obligations PIK détenues par les investisseurs financiers (LFPI, Amundi et leurs affiliés) pour un montant égal au principal augmenté des intérêts capitalisés ; et
- l'autorisation, concomitamment à l'Acquisition du Bloc, du rachat par Mura des actions de Mura détenues par les investisseurs financiers (LFPI, Amundi et leurs affiliés) à leur valeur nominale augmentée des intérêts préciputaires (sous réserve d'ajustements éventuels mentionnés dans le Protocole).

Il convient de rappeler que le débouclage du pacte d'associés à travers le Protocole d'accord ne produit aucun effet dilutif sur la valeur de l'action Umanis. La répartition de la valeur entre les différentes catégories d'actions de Mura, qui repose sur le prix de cession des actions Umanis par Mura, implique uniquement un transfert de la valeur entre les investisseurs financiers et les fondateurs d'Umanis au niveau de Mura.

En conclusion, la Protocole d'accord, qui permet le débouclage du pacte d'associés (conclu entre les actionnaires de Mura) dans le contexte de la cession du groupe Umanis, n'a donc ni effet relatif ni effet dilutif pour l'actionnaire minoritaire d'Umanis et ne comprend pas de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

### **5.1.6 - Analyse des traités d'apport et actes authentiques de donation dans le cadre des apports et donations effectués par Olivier Pouligny**

Préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, Olivier Pouligny a procédé le 20 mai 2022 à des opérations d'apports à des sociétés qu'il contrôle et à des donations en pleine propriété et en démembrement de propriété au profit de membres de sa famille d'actions de la Société qu'il détenait directement. Ces opérations d'apports et donations ont donné lieu à la signature d'un avenant au Contrat d'Acquisition en date du 19 mai 2022 afin de pouvoir refléter la nouvelle répartition des actions de Olivier Pouligny au sein de la Famille Pouligny.

Le tableau apparaissant en 1.1.2 du projet de note d'information présente la répartition des actions de la Société détenues par Olivier Pouligny, les sociétés qu'il contrôle et les membres de sa famille à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc, étant précisé que ces actions seront cédées dans ce cadre comme si elles avaient été détenues directement par Olivier Pouligny.

Nous avons analysé les traités d'apport et actes authentiques de donation dans le cadre des apports et donations effectués par Olivier Pouligny le 20 mai 2022.

Ces apports et donations d'actions Umanis ont été effectués sur la base du prix de l'Offre, soit 17,15€ par action, et n'appellent pas de commentaires de notre part.

## **5.2 - Conclusion sur les accords connexes**

En synthèse, les dispositions du MoU et du Contrat d'Acquisition prévoient des engagements des parties et des conditions suspensives qui sont usuelles et qui n'appellent pas de commentaire particulier.

Il est rappelé que le Contrat d'Acquisition stipule que dans le cas où l'Initiateur venait à déposer la présente offre publique d'achat à un prix en numéraire par action de la Société supérieur au prix payé par CGI France dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, un ajustement de prix à la hausse serait réalisé au bénéfice des actionnaires cédants de telle manière que ces derniers perçoivent *in fine* un prix total égal à celui qu'ils auraient perçu s'ils avaient apporté leurs actions de la Société composant leur bloc d'actions à la présente offre publique.

A cette exception, les autres accords décrits dans cette partie §5 du présent rapport ne prévoient aucune clause de complément de prix ou disposition assimilable pour les actionnaires cédants ou les porteurs d'options s'étant engagés à apporter les actions Umanis résultant de l'exercice des options à l'Offre.

Les accords analysés ci-dessus sont concomitants ou ont été conclus à une date proche de l'Acquisition et donc du lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifié.

En conclusion, l'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'éléments qui constituerait un complément de prix et/ou de clauses qui remettraient en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

## **6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires**

### **6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations**

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

## **6.2 - Analyse et appréciation des observations**

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

## 7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant Valeur centrale	Primes offertes par le prix de l'Offre de 17,15€
	Bas	Valeur centrale	Haut		
<b>Méthodes principales :</b>					
Référence à la transactions de référence*		17,15 €		17,15 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	12,33 €	13,90 €	15,90 €	15,79 €	8,6%
Méthode des comparables boursiers	10,92 €	n.a.	12,03 €	12,15 €	41,1%
Méthode des transactions comparables	14,16 €	n.a.	15,80 €	14,60 €	17,4%
Référence au cours de bourse					
<b>Cours spot (au 10 mars 2022)</b>		11,75 €		11,75 €	46,0%
<b>Cours moyen pondéré 20 jours**</b>		n.a.		12,62 €	35,9%
<b>Cours moyen pondéré 1 mois**</b>		12,79 €		n.a.	n.a
<b>Cours moyen pondéré 60 jours**</b>		13,71 €		13,60 €	26,1%
<b>Cours moyen pondéré 120 jours**</b>		n.a.		14,72 €	16,5%
<b>Cours moyen pondéré 6 mois**</b>		15,11 €		n.a.	n.a
<b>Cours moyen pondéré 180 jours**</b>		n.a.		14,34 €	19,6%
<b>Cours moyen pondéré 1 an**</b>		13,68 €		n.a.	n.a
<b>Méthodes retenues à titre indicatif :</b>					
Référence aux objectifs de cours des analystes		18,00 €		n.a.	n.a

n.a. : non applicable

\*acquisition par CGI France portant sur 70,59% du capital d'Umanis (en vertu du Contrat d'Acquisition du 25 avril 2022)

\*\*calcul des cours moyen pondérés au 10/03/2022

Il est rappelé que le 10 mars 2022, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur, Mura et Olivier Pouligny, un protocole d'accord (le « Memorandum of Understanding ») a été conclu en vue de l'acquisition de la totalité des actions détenues par Mura et Olivier Pouligny dans la Société, soit un total de 13.063.734 actions de la Société représentant 70,59% du capital.

Suite à la consultation des instances représentatives du personnel concernées de CGI France et d'Umanis et aux avis positifs rendus respectivement le 23 mars 2022 et le 14 avril 2022, l'Initiateur a conclu avec Mura et Olivier Pouligny le 25 avril 2022 le Contrat d'Acquisition relatif à l'Acquisition du Bloc par CGI France.

Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, à la suite notamment de l'obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations et d'investissements étrangers en France, obtenues le 13 mai 2022, l'Initiateur acquerra hors marché, le 31 mai 2022, le Bloc auprès de Mura et Olivier Pouligny (et certaines personnes liées), au prix de 17,15 euros par action.

A l'issue de cette opération, CGI France détiendra 70,59% du capital et 69,42% des droits de vote de la Société.

Dans ce contexte et en application de l'article 235-2 du Règlement général de l'AMF, CGI France, dépose une Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions Umanis.

L'Offre revêt ainsi un caractère obligatoire, en raison du franchissement par CGI France du seuil de détention de 50% du capital et des droits de vote d'Umanis. Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions de l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 17,15€ par action, égale au prix d'Offre.

En dehors de l'atteinte du seuil relatif à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires d'Umanis.

Elle permet aux actionnaires d'Umanis qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Umanis fait ressortir des valeurs :

- de 17,15€ pour la pour la référence à la transaction récente sur le capital portant sur 70,59% du capital d'Umanis ;
- de 15,79€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 12,15€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 14,60€ pour la méthode des transactions comparables ;
- de 12,62€ (cours moyen 20 jours) à 13,60€ (cours moyen 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 11,75€ pour le cours spot au 10 mars 2022, dernière date d'échanges sur le titre précédent la suspension du cours et l'annonce de l'opération.

Le prix offert de 17,15€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- ne présente ni prime ni décote sur le prix de la transaction récente sur le capital portant sur 70,59% du capital d'Umanis ;
- présente une prime de 8,6% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 41,1% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 17,4% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables ;
- présente des primes de 26,1% (cours moyen 60 jours) à 46,0% (cours de clôture au 10 mars 2022) sur la référence au cours de bourse.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire à celui de la transaction de référence qui sera conclue le 31 mai 2022 avec Mura et Olivier Pouliquen (et certaines personnes liées) et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur le dernier cours avant annonce de l'opération (10 mars 2022) et sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et analogiques (méthode des comparables boursiers et transactions comparables) mise en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 17,15€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie du Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Umanis.

L'expert indépendant  
Crowe HAF  
Membre de Crowe Global



**Olivier Grivillers**

## Annexe 1 : Lettre de mission



**Crowe HAF**  
16, rue Camille Pelletan  
92300 Levallois-Perret

Paris, le 28 mars 2022

A l'attention de Monsieur Olivier Grivillers, Associé

**Projet d'offre publique d'achat obligatoire simplifiée sur les actions de la société Umanis SA  
annoncé par la société CGI France - Nomination de l'expert indépendant**

Monsieur,

Nous vous informons par la présente que, sur proposition du Comité ad hoc composé en son sein, le Conseil d'Administration d'Umanis SA (ci-après la « Société ») a décidé, lors de sa réunion du 10 mars 2022, de vous nommer en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat (« OPA ») sur les actions de la Société qui sera déposé par la société CGI France SAS (l'« Initiateur »).

Le Conseil d'Administration a en effet décidé de désigner (sous réserve du droit d'opposition de l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 261-1 I et III de son règlement général) le cabinet Crowe HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPA visant les actions de la Société annoncée par l'Initiateur le 11 mars 2022 au prix unitaire de 17,15€ par action de la Société, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, et en particulier :

- en raison du fait que la Société est actuellement contrôlée par MURA S.A.S. et sera, au moment du lancement de l'OPA, contrôlée par l'Initiateur (alinéa 1<sup>e</sup> de l'article 261-1 I) ;
- en raison des accords conclus entre l'Initiateur et les dirigeants de la Société qui sont susceptibles d'affecter leur indépendance (alinéa 2<sup>e</sup> de l'article 261-1 I) ;
- en raison des opérations connexes à l'OPA susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix de l'OPA (alinéa 4<sup>e</sup> de l'article 261-1 I) ; et
- en raison de la mise en œuvre prévue d'un retrait obligatoire à la suite de l'OPA (article 261-1 II).

Les termes et modalités de votre mission sont conformes à ceux que vous avez soumis au Conseil d'Administration de la Société dans votre proposition d'intervention.

Cordialement,

  
**Laurent Piepszownik**  
Président Directeur Général d'Umanis SA

  
**Olivier Pouigny**  
Président du Comité ad hoc

UMANIS  
7/9, rue Paul Valéry-Cestudier – BP 7 – 92301 Levallois Perret Cedex  
tel + 33 (0)1 40 89 68 00 – fax + 33 (0)1 40 89 68 10 – [www.umanis.com](http://www.umanis.com)

Société Anonyme au capital social de 2 035 696,85 € R.C.S. Nanterre 403 259 534 – SIRET 403 259 534 00028 – APE 6202 A – N°TVA FR 46 403 259 534  
15562281.3

## **MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ**

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet d'Umanis (<https://umanis.com/fr>) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social d'Umanis, 7-9 rue Paul Vaillant Couturier, 92300 Levallois Perret.

## **10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE**

*[Bas de page laissé volontairement vierge]*



## ATTESTATION

Objet : Offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Umanis S.A. initiée par la société CGI France S.A.S.

Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

Fait à Paris, le 21 juin 2022

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Laurent Gerin".

Laurent Gerin  
Président Directeur Général d'Umanis S.A.