

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT SES ACTIONS INITIÉE PAR



Dedalus Italia S.p.A.

L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF.



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' « AMF ») le 9 juin 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général, et a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 dudit règlement.

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 le présent projet de note d'information en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse (le "**Projet de Note en Réponse**") est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (www.opas-dedalus.com) et peut être obtenu sans frais au siège social de Dedalus France, 22 avenue Galilée – 92350 Le Plessis Robinson (la "**Société**").

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF ("**RGAMF**"), les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après).

TABLE DES MATIÈRES

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	2
1.1 Présentation de l'Offre.....	2
1.2 Contexte et Motifs de l'Offre	4
1.2.1 Contexte de l'Offre.....	4
1.2.2 Motifs de l'Offre.....	5
1.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	6
1.4 Principales autres caractéristiques de l'Offre.....	6
1.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	7
1.6 Procédure d'apport à l'Offre	8
1.6.1 Procédure d'apport à l'Offre sur le marché.....	9
1.6.2 Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée	9
1.7 Publication des résultats de l'Offre.....	9
1.8 Calendrier Indicatif de l'Offre	9
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	11
3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	18
4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	18
5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	18
6. ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	18
6.1 Structure et répartition du capital et des droits de vote de la Société	18
6.2 Participations directes ou 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.	19
6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	19
6.3.1 Restrictions à l'exercice du droit de vote.....	19
6.3.2 Restrictions aux transferts d'actions	19
6.4 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	19

6.5 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.....	20
6.6 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	20
6.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	20
6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	20
6.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société	20
6.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	20
6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	21
6.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	23
6.11 Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	23
8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	28
9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE	28

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13 et 233-1 du RGAMF, la société Dedalus Italia S.p.A., société par actions (*società per azioni*) de droit italien dont le siège social est situé Via di Collodi, 6, 50141 Florence, Italie, et immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Florence (*Camera di Commercio di Firenze*) sous le numéro 05994810488 (ci-après "**Dedalus Italia**" ou l'"**Initiateur**"), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Dedalus France, société anonyme à conseil d'administration au capital de 32.211.105,35 euros, dont le siège social est situé au 22 avenue Galilée - 92350 Le Plessis-Robinson, et immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 319 557 237, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après "**Euronext Paris**") sous le code ISIN FR0000052623 – DEDAL (ci-après "**Dedalus France**" ou la "**Société**"), d'acquiescer la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, tel que cela est détaillé ci-après, au Prix de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-dessous) de 0,70 euro par action et dans les conditions décrites dans le présent Projet de Note en Réponse. Cette Offre sera suivie, si les conditions sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société (les "**Actions**") en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur soit, à la connaissance de la Société, 95.718.213 Actions à la date du Projet de Note en Réponse¹, (en excluant les Actions auto-détenues par la Société ou détenues pour le compte de la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur (les "**Actions Auto-détenues**") représentant, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, 272.391 Actions).

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du RGAMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) 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 RGAMF.

¹ Sur la base d'un nombre total de 112.589.629 Actions et de 112.589.629 droits de vote théoriques de la Société (information au 8 juin 2020). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total

Dans l'hypothèse où les conditions des articles 237-1 et suivants du RGAMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des Actions Auto-détenues par la Société (le "**Retrait Obligatoire**"). Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (en ce compris les Actions Auto-détenues par la Société) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-dessous) par Action (soit 0,70 euro par Action), nette de tout frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, BNP Paribas a déposé auprès de l'AMF, en qualité d'établissement présentateur (l'"**Établissement Présentateur**") de l'Offre, l'Offre et un projet de note d'information pour le compte de l'Initiateur ("**Projet de Note d'Information**") le 18 mai 2020. Il est précisé que BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans une décision adoptée le 24 avril 2020, le conseil d'administration de la Société a décidé, conformément aux dispositions de l'article 261.1.I et II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers :

- de constituer un comité *ad'hoc* composé majoritairement d'administrateurs indépendants (le "**Comité des Indépendants**") ayant pour mission de :
 - (i) recommander un expert indépendant et superviser la mission de ce dernier et son bon déroulement ; et
 - (ii) assister le conseil d'administration dans l'appréciation des mérites de l'Offre Publique et la préparation de son avis motivé.
- que le Comité des Indépendants est composé des administrateurs suivants : Madame Florence Hofmann (Indépendante), Monsieur Christian Le Dorze (Indépendant) et Monsieur Stefano Piacenza.

Sur recommandation du Comité des Indépendants et en application des dispositions de l'article 261-1 du RGAMF, le conseil d'administration de la Société a désigné le Cabinet Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'"**Expert Indépendant**") aux fins d'émettre un avis sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition

de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote (telles que les Actions Auto-détenues). Sur la base des déclarations d'achats effectuées par l'Initiateur depuis le début de la période de pré-offre publiées par l'AMF.

du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

1.2 Contexte et Motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

Dedalus Italia (anciennement dénommée Dedalus S.p.A) a acquis le 28 juin 2016, de manière directe et indirecte, 83,3% du capital de la société de droit italien NoemaLife, laquelle détenait alors 22.493.327 actions de Dedalus France (anciennement dénommée Medasys) représentant autant de droits de vote, soit 58,05% du capital et des droits de vote de cette société².

Le 28 juillet 2016, la société de droit luxembourgeois Healthlux a acquis une participation représentant, directement et indirectement, 60% du capital et des droits de vote de la société de droit italien Dedalus Holding S.p.A., laquelle détenait alors indirectement, par l'intermédiaire de la société NoemaLife qu'elle contrôlait, 22.493.327 actions de Dedalus France (anciennement dénommée Medasys) représentant autant de droits de vote, soit 58,05% du capital et des droits de vote de cette société³. Dedalus Holding S.p.A. est la holding du groupe Dedalus (le "**Groupe Dedalus**") et contrôle Dedalus Italia.

Dedalus Italia (anciennement dénommée Dedalus S.p.A) a déclaré suite à l'augmentation de capital de la Société intervenue en décembre 2017 avoir franchi à la hausse, le 27 décembre 2017, le seuil des 2/3 du capital et des droits de vote de la Société et détenir directement 62.628.564 actions de Dedalus France (anciennement dénommée Medasys) représentant alors 76,96 % du capital de cette société⁴.

Dans le cadre de l'augmentation de capital de la Société intervenue en décembre 2018, Dedalus Italia a souscrit à 29.501.477 actions de Dedalus France, portant sa détention directe dans le capital de la Société à 92.130.041 actions de Dedalus France représentant alors 81,83% du capital de la Société⁵.

A la date du Projet de Note en Réponse, Dedalus Italia détient, directement et indirectement par assimilation un total de 95.718.213 Actions de la

² Avis AMF 216C2167 du 23 septembre 2016.

³ Avis AMF 216C2167 du 23 septembre 2016.

⁴ Avis AMF 217C3025 du 27 décembre 2017. Dedalus Italia a acquis dans ce cadre 40.135.237 Actions à un prix de souscription de 0,38 euro par Action.

⁵ Dedalus Italia a acquis ces Actions à un prix de souscription de 0,30 euro par Action.

Société, en ce compris 272.391 Actions Auto-détenues (représentant 85,02% du capital et 85,02% des droits de vote théoriques de la Société)⁶.

Dans le cadre de l'acquisition par le Groupe Dedalus de la société DH Healthcare GmbH, une société de droit allemand, auprès de Agfa HealthCare NV, et de son refinancement, le Groupe Dedalus a initié une réflexion sur son organisation. Par ailleurs, dans le cadre de cette opération, Healthlux a augmenté sa participation dans la société de droit italien Dedalus Holding S.p.A et détient désormais directement et indirectement une participation représentant 74,8% du capital et des droits de vote de Dedalus Holding S.p.A.

Dans ce contexte, et à la suite de la réalisation de l'acquisition de DH Healthcare GmbH intervenue le 4 mai 2020, l'Initiateur a déposé le 18 mai 2020 la présente Offre qui sera suivie, le cas échéant, du Retrait Obligatoire.

Comme indiqué précédemment, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (en ce compris les Actions Auto-détenues), soit, à la connaissance de la Société à la date de la présente Note en Réponse, un nombre total de 95.718.213 Actions, représentant 85,02 % du capital social et 85,02 % des droits de vote théoriques de la Société, à un prix par Action de 0,70 euro.

Conformément aux articles 231- 19 et 261-1 du RGAMF, le conseil d'administration de la Société rendra son avis motivé sur l'Offre après avoir pris connaissance du rapport de l'Expert Indépendant.

L'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Actions, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du RGAMF, soit 6.048.736 Actions correspondant au maximum à 30% du nombre d'Actions visées par l'Offre au Prix de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-dessous).

1.2.2 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre de la réflexion initiée par le Groupe Dedalus sur son organisation et son refinancement à la suite de l'acquisition de la société DH Healthcare GmbH, une société de droit allemand, auprès de Agfa HealthCare NV.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 112.589.629 Actions et de 112.589.629 droits de vote théoriques de la Société (information au 8 juin 2020). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote (telles que les Actions Auto-détenues). Sur la base des déclarations d'achats effectuées par l'Initiateur depuis le début de la période de pré-offre publiées par l'AMF.

Dans le cadre de cette réflexion l'Initiateur envisage de procéder à certaines opérations de réorganisations internes afin d'améliorer l'intégration des différentes sociétés du Groupe Dedalus.

Le Retrait Obligatoire de la cotation de la Société, en ce qu'il permettrait au Groupe Dedalus de détenir 100% du capital et des droits de vote de la Société permettrait de faciliter le processus d'intégration.

Le succès de l'Offre permettra aussi à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation de ses titres, et des coûts qui y sont associés.

1.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient directement ou indirectement par assimilation, un total de 95.718.213 Actions et droits de vote de la Société (en ce compris les 272.391 Actions Auto-détenues)⁷.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, (en ce compris les Actions Auto-Détenues), soit à la date du Projet de Note en Réponse un nombre total de 95.718.213 Actions.

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.4 Principales autres caractéristiques de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir en espèces les actions de la Société au prix de 0,70 euro par Action. L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site internet (www.amf-france.org) une décision de conformité de l'Offre après s'être assurée de la conformité de celle-ci aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information (la "**Note d'Information**"). La note en réponse fera l'objet d'un visa distinct (la "**Note en Réponse**").

La Note en Réponse ayant reçu le visa de l'AMF et le document "**Autres Informations**" (voir section 8 ci-après) seront déposés auprès de l'AMF et mis à

⁷ Sur la base d'un nombre total de 112.589.629 Actions et de 112.589.629 droits de vote théoriques de la Société (information au 8 juin 2020). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote (telles que les Actions Auto-détenues). Sur la base des déclarations d'achats effectuées par l'Initiateur depuis le début de la période de pré-offre publiées par l'AMF.

la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (www.opas-dedalus.com) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société, Dedalus France, avenue Galilée – 92350 Le Plessis Robinson.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités de l'Offre, incluant le calendrier de l'Offre.

1.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement à tous les détenteurs d'Actions en France. Le Projet de Note en Réponse n'est pas destiné à être diffusé dans un pays autre que la France.

L'Offre n'a fait ni ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Les titulaires d'Actions en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des Actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Notamment, concernant les États-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à des personnes ayant résidence aux États-Unis, et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie du Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif au Projet de Note en Réponse ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle. Aucun porteur d'Actions ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou

indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis son ordre d'apport d'Actions et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport d'Actions qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus (à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier).

Pour les besoins du paragraphe qui précède, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États, et le District de Columbia.

1.6 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement transférables et libres de tout gage, nantissement, charge ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit.

L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter les Actions apportées qui ne satisferaient pas ces conditions.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

Les actionnaires de Dedalus France qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en précisant s'ils optent pour la cession de leurs Actions soit sur le marché soit dans le cadre de l'Offre semi centralisée.

Les actionnaires de Dedalus France qui apporteront leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre dans les délais impartis aux sections 1.6.1 et 1.6.2.

- Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre :
- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au porteur ou au nominatif administré ; auprès de CACEIS Corporate Trust, 14, rue Rouget de Lisle, 92862 Issy les Moulineaux Cedex 09, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, il est précisé que les titulaires d'Actions devront au préalable demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur (i) auprès de leur établissement financier-teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de CACEIS Corporate Trust si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

1.6.1 Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires de Dedalus France souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure d'apport sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur dans le cadre de cette procédure d'apport à l'Offre sur le marché.

Exane BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

1.6.2 Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée

Les actionnaires de Dedalus France souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre. Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation. Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la section 2.10 du Projet de Note d'Information.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement livraison de la semi-centralisation.

1.7 Publication des résultats de l'Offre

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des Actions et de règlement du Prix de l'Offre. Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des Actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

1.8 Calendrier Indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération.

Un calendrier est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif.

18 mai 2020	<p>Dépôt du Projet de Note d'Information de l'Initiateur d'Offre auprès de l'AMF.</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF et sur un site internet dédié du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.</p> <p>Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse informant du dépôt et de la mise à disposition du Projet de Note d'Information.</p>
9 juin 2020	<p>Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et sur un site internet dédié du projet de note en réponse.</p> <p>Diffusion par la Société d'un communiqué de presse informant du dépôt et de la mise à disposition du projet de note en réponse.</p>
23 juin 2020	<p>Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information et visa de la note en réponse.</p>
24 juin 2020	<p>Mise à disposition de la note d'information visée et du document "Autres Informations" relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de l'Initiateur et de la note en réponse et du document "Autres Informations" relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de la Société.</p> <p>Publication par l'Initiateur et la Société d'un communiqué indiquant la mise à disposition des notes visées et des documents "Autres Informations".</p>
25 juin 2020	<p>Ouverture de l'Offre.</p>
8 juillet 2020	<p>Clôture de l'Offre.</p>
13 juillet 2020	<p>Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.</p>
	<p>Le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre dans les plus brefs délais à compter de la publication de l'avis de résultat si les Actions non-présentées à l'Offre (autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, en ce compris les Actions Auto-détenues) ne représentent pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société.</p>

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 8 juin 2020 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents :

- Monsieur Giorgio Moretti, Président
- Madame Florence Hofmann
- Monsieur Frédéric Gravereaux
- Monsieur Yann Chareton
- Madame Sara Luisa Mintrone
- Monsieur Christian Le Dorze
- Monsieur Stefano Piacenza
- Elisabetta Natali

Ont également assisté à la réunion :

- Madame Sonia Morice, représentant du personnel de Dedalus France ;
- Monsieur Dany Ramos, représentant du personnel de Dedalus France ;
- Monsieur Frédéric Vaillant, Directeur Général ;
- Monsieur Frédéric Seillier ; et
- Monsieur Olivier Grivillers, représentant de Crowe HAF, Expert Indépendant.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci- après :

« 1. EXAMEN DES DOCUMENTS RELATIFS AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE DEDALUS ITALIA S.P.A, RESUME DES DILIGENCES ACCOMPLIES ET RECOMMANDATION DU COMITE DES INDEPENDANTS »

*Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni afin, notamment, d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée déposé par Dedalus Italia S.p.A (l'« **Initiateur** ») visant les actions de la Société (l'« **Offre** ») et de rendre, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

L'Initiateur détenait au jour du dépôt de l'Offre (18 mai 2020) directement ou indirectement par assimilation un total de 92.427.175 actions de la Société et en détient,

au 8 juin 2020, directement ou indirectement par assimilation un total de 95.718.213 actions soit 85,01 % du capital et des droits de vote de la Société.

Le Président rappelle qu'il a mis à disposition du Conseil d'administration les documents suivants dont les administrateurs ont pu prendre connaissance :

- Le projet de note d'information de l'Initiateur contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre de 0,70 euro par action de la Société (le « **Prix de de l'Offre** ») ;
- Le projet d'avis motivé préparé par le Comité des Indépendants, comité ad hoc constitué conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF ;
- Le projet de note en réponse de la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF ;
- Le rapport établi par le cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») ; et
- les projets de documents « Autres Informations » sur les caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société et de l'Initiateur.

Le Président rappelle que le 24 avril 2020, le Conseil d'administration de Dedalus France a constitué un comité ad hoc composé majoritairement d'administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** ») en charge de recommander au Conseil un expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF. Ce Comité des Indépendants est composé de Madame Florence Hofmann (administrateur indépendant), Monsieur Christian Le Dorze (administrateur indépendant) et Monsieur Stefano Piacenza.

Ce Comité des Indépendants a sélectionné en qualité d'expert indépendant Crowe HAF membre du réseau Crowe Global, représenté par Monsieur Olivier Grivillers (l'« **Expert Indépendant** »), cette recommandation ayant été suivie par le Conseil d'administration.

Monsieur Olivier Grivillers, représentant le cabinet Crowe HAF, commente son rapport remis aux administrateurs et expose les diligences effectuées dans ce cadre.

Monsieur Olivier Grivillers présente les conclusions de son rapport et indique qu'à l'issue de ses travaux, il conclut que le prix offert par action, et les conditions financières de l'Offre, suivie de l'éventuel Retrait Obligatoire qui pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, présentent un caractère équitable.

Madame Florence Hofmann rend compte au Conseil d'administration de la mission du Comité des Indépendants et indique que dans le cadre de sa mission, le Comité des Indépendants n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Recommandation du Comité des Indépendants

Le Comité des Indépendants résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans le cadre de sa mission.

Le Comité des Indépendants rappelle qu'il a été constitué lors de la séance du 24 avril 2020. Il est précisé que les membres pressentis de ce Comité des Indépendants (à savoir Madame Florence Hofmann, Monsieur Christian Le Dorze et Monsieur Stefano Piacenza) ont été informés dès le 22 avril 2020 de l'intention de soumettre leur désignation en tant que membres du Comité des Indépendants ainsi que de la mission de ce Comité des Indépendants. A cette occasion, il leur a été présenté le nom de deux experts indépendants intervenant régulièrement dans ce type d'opérations et disposant d'une expertise reconnue, et pour lesquels il a été vérifié au préalable qu'ils remplissaient les critères d'indépendance requis.

A la suite de cette information, les membres du Comité des Indépendants alors pressentis ont pu prendre connaissance des expériences des candidats proposés et prendre une décision concernant la proposition de l'expert indépendant qu'ils auraient à faire dans le cas où leur désignation en tant que membres du Comité des Indépendants serait confirmée par le Conseil d'administration du 24 avril 2020.

Au cours de la séance du Conseil d'administration du 24 avril 2020, l'ensemble des membres pressentis ont été désignés en tant que membres du Comité des Indépendants. A cette occasion, les membres du Comité des Indépendants se sont concertés et ont débattu du choix de l'expert indépendant. La Proposition réunissant le plus de critères de choix selon le Comité des Indépendants a été celle du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global, à l'expertise reconnue. Ce cabinet a confirmé ne pas se trouver dans une situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité pour réaliser sa mission.

Compte tenu de ce qui précède, le Comité des Indépendants a recommandé le cabinet Crowe HAF, et le Conseil d'administration l'a nommé en qualité d'Expert Indépendant, pour émettre, en application des dispositions des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un Retrait Obligatoire.

Le 29 avril 2020 une réunion de lancement des travaux de l'Expert Indépendant a été organisée sous forme de conférence téléphonique. Au cours de cette réunion, le Comité des Indépendants et l'Expert Indépendant ont discuté des méthodes d'évaluations financières qui pourraient être utilisées, des principaux indicateurs financiers devant être analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l'environnement dans lequel elle évolue. A l'issue de cette réunion les informations et documents demandés par l'Expert Indépendant ont commencé à lui être communiqués afin que ce dernier puisse débuter ses travaux.

Le Comité des Indépendants s'est ensuite réuni à quatre reprises avec l'Expert Indépendant :

- Le 14 mai 2020, afin de faire un premier point d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et de discuter des méthodes de valorisation privilégiées par ce dernier ;*

- Le 18 mai 2020, afin de faire un second point d'étape et échanger (i) sur les éléments complémentaires souhaités par l'Expert Indépendant ainsi que (ii) sur le plan d'affaires de la Société et son extrapolation ;
- Le 26 mai 2020, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter les premiers éléments chiffrés de ses travaux en tenant comptes des différentes méthodes de détermination du prix utilisées ;
- Le 5 juin 2020, une réunion de synthèse afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport définitif et sa conclusion étant précisé que le projet de rapport a été adressé au Comité des Indépendants le 2 juin 2020.

Dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a eu accès au plan d'affaires de la Société établi par son management, approuvé par le Conseil d'administration et traduisant la meilleure estimation possible des prévisions de la Société à la date de son établissement.

Le Comité des Indépendants a constaté que l'Offre permet aux actionnaires de trouver une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'Offre, dans des conditions reflétant les spécificités de la Société et jugées équitables par l'Expert Indépendant, y compris dans la perspective d'un Retrait Obligatoire.

Le Comité des Indépendants recommande unanimement que le Conseil d'administration considère l'Offre conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et qu'il recommande à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre.

Madame Florence Hofmann (administrateur détenant un total de 1.778.000 actions) et Monsieur Frédéric Vaillant (Directeur Général de la Société détenant 699.425 actions), également actionnaires de la Société, ont ensuite informé le Conseil d'administration qu'ils entendaient apporter les actions de la Société qu'ils détiennent à l'Offre.

Aucun autre administrateur ne détient d'actions de la Société.

2. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du Comité des Indépendants et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'Expert Indépendant.

Le Conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation préparés par BNP Paribas tels que figurant dans le projet de note d'information, et (iv) de la recommandation du Comité des Indépendants

(i) constate que :

- l'Offre s'inscrit dans le cadre de la réflexion initiée par le Groupe Dedalus sur son organisation et son refinancement à la suite de l'acquisition de la société DH

Healthcare GmbH, une société de droit allemand, auprès de Agfa HealthCare NV, que dans le cadre de cette réflexion il est envisagé de procéder à certaines opérations de réorganisations internes afin d'améliorer l'intégration des différentes sociétés du Groupe Dedalus et que le succès de l'Offre permettra aussi à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation de ses titres, et des coûts qui y sont associés.

- *l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (en ce compris les actions de la Société auto-détenues par la Société ou détenues pour le compte de la Société qui sont assimilées aux actions de la Société détenues par l'Initiateur (les « **Actions Auto-Détenues** »)).*
 - *l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris dès lors que le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires n'appartenant pas au groupe Dedalus ne représentera pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.*
- (ii) *note que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le projet de note d'information, sont les suivantes :*
- *en matière de stratégie et de politique industrielle et commerciale, l'Initiateur entend poursuivre (i) l'activité de Dedalus France dans la continuité de la stratégie de développement et d'investissement qui est actuellement la sienne en lui apportant les moyens financiers nécessaires à la réalisation de ses objectifs et (ii) l'intégration par Dedalus France de ses filiales. L'Initiateur a l'intention de progressivement intégrer les activités françaises de la Société et d'Agfa Healthcare France, une société anonyme dont le siège social est situé 4 avenue de l'Eglise Romane, 33370 Artigues-près-Bordeaux et identifiée sous le numéro 414 599 589 RCS Bordeaux, filiale de DH Healthcare GmbH (« **Agfa France** »), afin de faciliter la mise en œuvre d'une politique industrielle et commerciale commune au sein du Groupe Dedalus. L'Initiateur n'a pas dès lors l'intention de céder sa participation au capital de Dedalus France (autrement que dans le cadre de réorganisations internes au Groupe Dedalus).*
 - *en matière d'emploi, les intentions de l'Initiateur s'inscrivent dans la continuité de ce qui est fait actuellement au niveau de Dedalus France. En matière de politique sociale, cette l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité de Dedalus France. L'Initiateur n'envisage donc pas de modifier la politique de ressources humaines et la gestion des effectifs de Dedalus France. Les salariés continueront, à la suite de l'Offre, de bénéficier du même statut individuel et collectif. L'Initiateur considère que le développement de Dedalus France repose notamment sur la préservation des talents et du savoir-faire des dirigeants et salariés de la Société et de ses filiales.*
 - *à l'issue de l'Offre, et dans le cadre des réflexions sur l'organisation du Groupe Dedalus, l'Initiateur pourrait proposer des modifications dans la composition des organes sociaux et de direction de la Société.*

- *l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois (3) mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, si le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société. Dans un tel cas, le Retrait Obligatoire porterait sur les actions de la Société autres que celles détenues directement et indirectement par l'Initiateur (en ce compris les Actions Auto-détenues par la Société). Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions de Dedalus France d'Euronext Paris. Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement (en ce compris les Actions Auto-détenues) ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre, par tout moyen et notamment par des acquisitions réalisées sur le marché ou hors marché et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables.*
- *en matière de dividendes, l'Initiateur se réserve le droit d'ajuster la politique de dividendes de la Société. Celle-ci restera cohérente avec la stratégie et la politique industrielle de la Société ainsi qu'avec ses engagements financiers.*
- *en matière de réorganisation juridique, le Groupe Dedalus envisage de procéder à une fusion absorption d'Agfa France par la Société. Les termes et conditions de cette fusion sont encore à l'étude et n'ont pas encore été arrêtés et le processus d'information consultation des instances représentatives concernées du Groupe Dedalus sera initié dès que le projet sera suffisamment précisé conformément à la réglementation applicable. Dans l'hypothèse où une telle fusion serait mise en œuvre, le Groupe Dedalus viendrait à renforcer sa participation dans le capital de la Société. De même, la consistance de la Société pourrait être amenée à évoluer, notamment en cas de transferts d'actifs ou de passifs, en ce compris des transferts de participations dans des sociétés françaises existantes du Groupe Dedalus ou nouvellement acquises par ce dernier.*

Le Conseil d'administration examine ensuite le rapport établi par l'Expert Indépendant, sous la supervision du Comité des Indépendants conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF et de la recommandation de l'AMF n°2006-15 et de l'instruction de l'AMF n°2006-08 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, en qualité d'expert indépendant, dont il ressort des conclusions que :

« Notre analyse fait ressortir des valeurs :

- *de 0,52€ (hors synergies) pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *de 0,68€ (cours moyen 60 jours) à 0,73€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 0,57€ pour le cours spot au 15 mai 2020, date précédant l'annonce de l'Opération ;*

- de 0,56€ (échantillon d'éditeurs français de logiciels) à 0,67€ (échantillon d'éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la santé) pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 0,70€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 34,5% (hors synergies) sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 3,6% (cours moyen 60 jours) et 23,2% (cours spot au 15 mai 2020) et une décote de 3,6% sur le cours moyen 20 jours sur la référence au cours de bourse ;
- présente des primes comprises entre 4,5% et 25,4% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).

Conformément aux recommandations n°2006-15 de l'AMF, nous avons également pris en compte dans le cadre de nos travaux d'évaluation les synergies et coûts supplémentaires (disynergies) identifiées comme susceptibles de résulter du rapprochement de l'Initiateur avec la Société, ces synergies et disynergies correspondant, dans le cas d'espèce, à celles résultant de la fusion absorption qui est envisagée d'une société acquise récemment par le groupe Dedalus.

L'impact de ces synergies et disynergies a été intégré dans le plan d'affaires et dans la méthode des flux de trésorerie actualisés qui en découlent. La valeur obtenue par cette méthode ressort à 0,61€, le prix offert de 0,70€ présentant ainsi une prime de 15,0% sur la valeur intégrant les synergies.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre et sur les différentes moyennes de cours de bourse, à l'exception de la moyenne 20 jours sur laquelle le prix d'Offre présente une légère décote.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 0,70€ par action Dedalus France est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Dedalus France. »

Le Conseil d'administration prend acte que, selon le rapport établi par l'Expert Indépendant, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur de 0,70 euro par action est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un Retrait Obligatoire.

Après échange de vues sur le projet d'Offre et au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration décide à l'unanimité, en ce compris les administrateurs indépendants :

- de reprendre à son compte les travaux et recommandations du Comité des Indépendants ;*
- que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre ;*

- (iii) *d'approuver le projet de note en réponse qui lui a été présenté et de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ;*
- (iv) *de constater, en tant que de besoin, que Madame Florence Hofmann et Monsieur Frédéric Vaillant ont fait part de leur intention d'apporter les actions de la Société qu'ils détiennent à l'Offre ;*
- (v) *de ne pas apporter les Actions Auto-Détenues à l'Offre; et*
- (vi) *de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes les attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaires pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation). »*

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Florence Hofmann, seul membre du conseil d'administration actionnaire de la Société, a indiqué qu'elle apporterait la totalité de ses 1.778.000 Actions à l'Offre.

Par ailleurs, Frédéric Vaillant, directeur général de la Société, a également indiqué qu'il apporterait l'intégralité de ses 699.425 Actions à l'Offre.

4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société n'a pas l'intention d'apporter à l'Offre les 272.391 Actions auto-détenues ni d'acquérir, céder ou transférer aucune de ses Actions jusqu'à la clôture de l'Offre.

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

La Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

6.1 Structure et répartition du capital et des droits de vote de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social s'élève à 32.211.105,35 euros, divisé en 112.589.629 actions ayant chacune une valeur nominale de 0,2861 euro, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

Ces 112.589.629 actions représentent, à la date du présent Projet de Note en Réponse, autant de droits de vote théoriques.

A la connaissance de la Société, au 8 juin 2020, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions	% capital	Nombre de DDV théoriques	% DDV théoriques
Dedalus Italia ⁸	95.718.213	84,77%	95.718.213	84,77 %
Florence Hofmann	1.778.000	1,58%	1.778.000	1,58%
Management & Salariés	786.866	0,70%	786.866	0,70%
Public	14.306.550	12,71%	14.306.550	12,71%
Actions Auto-détenues	272.391	0,24%	272.391	0,24%
Total	112.589.629	100,0%	112.589.629	100,0%

- 6.2 Participations directes ou 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.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote théoriques de la Société étaient répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 du Projet de Note en Réponse.

- 6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

6.3.1 Restrictions à l'exercice du droit de vote

Tout actionnaire a autant de voix qu'il possède d'actions ou en représente, sans autre limitation que celles prévues par le code de commerce.

6.3.2 Restrictions aux transferts d'actions

Les statuts de la Société ne prévoient aucune restriction relative à la transférabilité des actions qui sont librement négociables.

- 6.4 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

⁸ Sur la base des déclarations d'achats effectuées par l'Initiateur depuis le début de la période de pré-offre publiées par l'AMF.

La Société n'a pas connaissance d'accords entre actionnaires susceptibles d'entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

- 6.5 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

La Société n'a pas connaissance d'accords entre actionnaires prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions.

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

Néant.

- 6.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

- 6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

- 6.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société

La Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit au plus.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

La durée de leurs fonctions est de six années.

Les administrateurs sont toujours rééligibles.

- 6.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

En dehors des pouvoirs qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations en matière d'émission ou de rachat d'actions.

Ces autorisations et délégations avaient été initialement accordées au Directoire de la Société par l'assemblée générale des actionnaires et ont été maintenus au profit du Conseil d'administration lors de la modification du mode d'administration et de direction de la Société par la suppression du Directoire et du Conseil de surveillance et la mise en place d'un Conseil d'administration.⁹

Le détail de ces autorisations et de délégations est le suivant :

Nature des délégations & autorisations	Montant nominal maximum autorisé	Durée	Utilisation
<p>AGM du 28 juin 2019 15^{ème} résolution</p> <p>Autorisation au Conseil d'administration d'acquies ses propres actions</p>	<p>- 10 % du capital en date du 28 juin 2019 ;</p> <p>ou</p> <p>- 5 % s'il s'agit d'actions acquises par la Société en vue de leur conservation et de leur remise ultérieure dans le cadre d'une opération de croissance externe.</p>	18 mois	Non utilisée
<p>AGM du 3 mai 2018 1^{ère} résolution</p> <p>Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ou de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires</p>	35.000.000 euros	26 mois	<p>- 8.929.529 euros pour l'augmentation de capital réalisée le 3 décembre 2018.</p> <p>- Solde : 26.070.471 euros</p>

⁹ Assemblée Générale Mixte du 8 mars 2019, 4^{ème} résolution

<p>AGM du 3 mai 2018 2^{ème} résolution</p> <p>Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ou de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires</p>	<p>35.000.000 euros *</p>	<p>26 mois</p>	<p>Non utilisée</p>
<p>AGM du 3 mai 2018 3^{ème} résolution</p> <p>Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, émettre des valeurs mobilières donnant droit à des titres de créance ou augmenter le capital dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier</p>	<p>20 % du capital social de la Société par an **</p>	<p>26 mois</p>	<p>Non utilisée</p>
<p>AGM du 3 mai 2018 6^{ème} résolution</p> <p>Délégation donnée au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital</p>	<p>10% du capital social de la Société en date du 3 mai 2018</p>	<p>26 mois</p>	<p>Non utilisée</p>
<p>AGM du 3 mai 2018 5^{ème} résolution</p> <p>Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions réservées aux adhérents d'un plan d'épargne entreprise ou de groupe, avec suppression du droit préférentiel de souscription</p>	<p>3% du capital à la date de mise en œuvre de la délégation</p>	<p>26 mois</p>	<p>Non utilisée</p>

* Le plafond de cette résolution s'impute sur le plafond de la 3^{ème} résolution.

** Le plafond de cette résolution s'impute sur le plafond de la 2^{ème} résolution.

- 6.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

- 6.11 Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet CROWE HAF a été désigné le 24 avril 2020 par le conseil d'administration de la Société, sur une recommandation unanime du Comité des Indépendants en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire.

Le rapport de l'Expert Indépendant est intégralement reproduit ci-après.



Crowe HAF

85 rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret (Paris)

Tél +33 (0)1 41 05 98 40

Fax +33 (0)1 45 19 72 18

contact@crowe-haf.fr

www.crowe-haf.fr

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE DEDALUS FRANCE INITIEE PAR
LA SOCIETE DEDALUS ITALIA**

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 200 000 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00060 - 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.

© 2020 Crowe HAF

SOMMAIRE

1	PREAMBULE	6
2	PRESENTATION DE L'OPERATION	6
2.1	Sociétés concernées par l'opération	6
2.1.1	Présentation de la société initiatrice	6
2.1.2	Présentation de la Société objet de l'Offre	6
2.1.2.1	Activité du groupe Dedalus France	7
2.1.2.2	Historique du groupe Dedalus France	7
2.1.2.3	Actionnariat de Dedalus France	9
2.1.2.4	Description du marché	9
2.1.2.5	Comptes consolidés de Dedalus France	10
2.1.2.6	Performance financière historique 2017–2019	11
2.1.2.7	Equilibre bilanciel et trésorerie	17
2.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre	19
2.2.1	Contexte et motifs de l'Offre	19
2.2.2	Termes de l'Offre	20
3	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	21
3.1	Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	21
3.1.1	Présentation générale	21
3.1.2	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	21
3.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	22
3.3	Déclaration d'indépendance	23
3.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	23
3.5	Rémunération	23
3.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise	24
3.6.1	Programme de travail	24

3.6.2	Calendrier de l'étude	25
3.6.3	Liste des personnes rencontrées	26
3.6.4	Informations utilisées	26
3.6.5	Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante	27
4	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX PROPOSE	28
4.1	Données structurant l'évaluation	28
4.1.1	Structure du capital et nombre d'actions	28
4.1.2	Business plan	28
4.1.2.1	Construction et approbation	28
4.1.2.2	Périmètre et horizon	28
4.1.2.3	Extrapolation du plan d'affaires	29
4.1.2.4	Synergies et disynergies identifiées	29
4.1.2.5	Tests de dépréciation (impairment tests)	30
4.1.3	Dette nette ajustée	30
4.2	Méthodes d'évaluation écartées	32
4.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC)	32
4.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)	32
4.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	33
4.2.4	Référence aux objectifs de cours des analystes	33
4.2.5	Référence au prix de revient des titres Dedalus France dans les comptes de Dedalus Italie	33
4.2.6	Référence aux transactions récentes sur le capital	34
4.2.7	Méthode des transactions comparables	34
4.2.7.1	Choix des transactions	34
4.2.7.2	Analyse des transactions	34
4.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	35
4.3.1	Référence au cours de bourse	35
4.3.1.1	Analyse de la liquidité du cours de bourse	36
4.3.1.2	Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	37
4.3.2	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)	41

4.3.2.1	Définition de la méthode	41
4.3.2.2	Analyse du business plan de Dedalus France	41
4.3.2.3	Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	44
4.3.2.4	Détermination du taux d'actualisation	44
4.3.2.4.1	Approche court terme	44
4.3.2.4.2	Approche long terme	45
4.3.2.4.3	Conclusion sur le taux d'actualisation retenu	46
4.3.2.5	Calcul de la valeur terminale	46
4.3.2.6	Résultats sur la base du plan d'affaires hors synergies	46
4.3.2.7	Résultats sur la base du plan d'affaires incluant les synergies identifiées	47
4.4	Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire	47
4.4.1	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	47
4.4.1.1	Echantillon des sociétés comparables retenues	48
4.4.1.1.1	Echantillon 1 : éditeurs français de logiciel	48
4.4.1.1.2	Echantillon 2 : éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé	49
4.4.1.2	Analyse des comparables boursiers	51
4.4.1.2.1	Echantillon 1 : éditeurs français de logiciel	51
4.4.1.2.2	Echantillon 2 : éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé	51
4.4.1.3	Multiples obtenus et choix des multiples	52
4.4.1.4	Application de la méthode	53
4.4.1.4.1	Echantillon 1 : éditeurs français de logiciel	53
4.4.1.4.2	Echantillon 2 : éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé	53
4.4.1.5	Résultats	53
5	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	54
5.1	Méthodes d'évaluation écartées	54
5.2	Méthodes d'évaluation retenues	54
5.2.1	Méthode des flux de trésorerie actualisés	54
5.2.1.1	Périmètre et extrapolation du BFR	55
5.2.1.2	Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale	56

5.2.1.3	Détermination du taux d'actualisation	56
5.2.1.4	Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	56
5.2.1.5	Synergies résultant de la fusion absorption d'Agfa France par Dedalus France	56
5.2.1.6	Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	57
5.2.2	Référence au cours de bourse	57
5.2.3	Méthode des comparables boursiers	59
5.2.3.1	Choix de l'échantillon	59
5.2.3.2	Choix des multiples et méthodologie	59
5.2.3.3	Conclusion sur la méthode des comparables	59
5.2.4	Référence aux objectifs de cours des analystes (retenue à titre indicatif)	59
6	ANALYSE DES OBSERVATIONS ECRITES D'ACTIONNAIRES	60
6.1	Présentation des arguments développés dans les observations	60
6.2	Analyse et appréciation des observations	60
7	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT	61

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION 1

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers¹⁰ (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil), membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Dedalus France le 24 avril 2020 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 Dedalus France a constitué le 24 avril 2020 un comité ad hoc composé de trois administrateurs dont deux indépendants, chargé de suivre les travaux de l'expert indépendant.

¹⁰ En vigueur depuis le 18 mai 2020

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS
DE LA SOCIETE DEDALUS FRANCE
INITIEE PAR LA SOCIETE DEDALUS ITALIA**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « OPAS »), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, portant sur les actions de la société Dedalus France (ci-après la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration de cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1 I 1° 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, l'Initiateur qui détient 82,09% du capital et 82,09% des droits de vote théorique ayant des représentants au Conseil d'Administration de la cible ; et de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Dedalus France dans le cadre de l'Offre s'établit à 0,70€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF¹¹ 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 la société Dedalus France et les conseils de l'initiateur, 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. Préambule
2. Présentation de l'opération
3. Présentation de l'expert indépendant
4. Eléments d'appréciation du prix proposé
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

¹¹ Le Collège de l'AMF a procédé à des modifications du règlement général, celles-ci ayant été homologuées par arrêté du 28 janvier 2020 et publiées au Journal Officiel du 7 février 2020

1 Préambule

Le présent rapport a été finalisé et présenté au conseil d'administration de Dedalus France le 8 juin 2020.

Les éléments présentés sur lesquels sont fondés notre évaluation et notamment le plan d'affaires prennent en compte l'impact estimé du Coronavirus (COVID-19), en France et dans le monde.

2 Présentation de l'opération

2.1 Sociétés concernées par l'opération

2.1.1 Présentation de la société initiatrice

Dedalus Italia S.p.A. (anciennement dénommée Dedalus S.p.A. et ci-après « Dedalus Italie » ou l'« Initiateur ») est une société par actions (società per azioni) de droit italien dont le siège social est situé Via di Collodi, 6, 50141 Florence, Italie, et immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Florence (Camera di Commercio di Firenze) sous le numéro 05994810488. A la date de l'opération envisagée, la société Dedalus Italia détient directement et indirectement par assimilation un total de 92.427.175 Actions de la Société, en ce compris 297.134 actions Auto-détenues (représentant 82,09% du capital et 82,09% des droits de vote théoriques de la Société).

Dedalus Italia est une société active dans l'industrie du logiciel de santé et occupe une position de leader sur le marché du système sanitaire tant public que privé, un secteur stratégique pour le système économique national. Dedalus Italia propose une gamme complète de produits, services et processus et est en mesure d'exploiter la couverture fonctionnelle complète de tous les besoins en technologies de l'information et de la communication de n'importe quel système de santé, sans se limiter aux systèmes hospitaliers. Le groupe formé autour de Dedalus Italia génère plus de 130 millions d'euros de chiffre d'affaires en Italie, plus de 60 millions d'euros en France et globalement plus de 210 millions d'euros, avec plus de 2.000 collaborateurs, dont 1.200 en Italie, 550 en France et des équipes dans 25 pays. Les activités de recherche et développement du groupe comptent plus de 600 personnes.

Le 5 mai 2020, le groupe Dedalus a annoncé l'acquisition d'une partie de l'activité logiciels de santé d'Agfa-Gevaert. L'ensemble acquis génère un chiffre d'affaires d'environ 260 millions d'euros, comprend les activités de systèmes d'information médicale et d'Integrated Care, ainsi que l'imagerie médicale lorsque celle-ci est étroitement intégrée aux systèmes d'information médicales. Cela concerne essentiellement la région DACH (Allemagne, Autriche et Suisse), la France et le Brésil.

Avec un chiffre d'affaires total de 470 millions d'euros, l'opération créerait le leader européen dans le secteur des logiciels de soins de santé, en particulier dans le secteur hospitalier. Le groupe combiné serait présent dans plus de 30 pays et occuperait une position de leader en Italie, en Allemagne et en France.

2.1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre

La société Dedalus France est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 32.211.105,35 euros dont le siège social est situé au 22 avenue Galilée, 92350 Le Plessis-Robinson, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 319.557.237, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000052623.

2.1.2.1 *Activité du groupe Dedalus France*

Dedalus France est un spécialiste français de l'édition de solutions logicielles et de la fourniture de services pour le secteur de la santé. Les solutions et services proposés couvrent l'ensemble des besoins métiers des professionnels de santé (principalement médecins, biologistes, radiologues, infirmières, secrétaires médicales) opérant au sein des établissements de santé publics et privés.

Éditeur français de logiciels médicaux, Dedalus France conçoit, développe et installe depuis plus de 30 ans des logiciels médicaux au sein d'établissements de santé publics et privés. La gamme de solutions proposées par Dedalus France accompagne la performance, la qualité et l'innovation des établissements de santé, qu'ils soient publics ou privés. La gamme de logiciels médicaux DxCare est le produit phare et apporte une réponse complète tant aux producteurs de soins qu'aux gestionnaires des établissements en couvrant le dossier patient, la production de soins et les plateaux techniques de biologie, d'imagerie et de pharmacie mais également la facturation, le reporting et le pilotage de l'activité. En plaçant le patient au cœur du système, la solution DxCare vise à faciliter et optimiser le travail quotidien des professionnels de santé (médecin, infirmière, secrétaire) dans une logique de données patient partagées, sécurisées et intelligentes.

Les solutions fournies par Dedalus France contribuent à la performance économique et métier des établissements de santé. La clientèle de Dedalus France est principalement composée d'établissements publics et Dedalus France détient aujourd'hui environ 45% de parts de marché en France sur le segment des grands établissements CHU/CHR.

Dedalus France commercialise ses solutions « logiciel » soit en mode traditionnel avec la vente d'une licence d'utilisation, de prestations de services et d'un contrat de maintenance associé, soit en mode locatif.

Dedalus France intervient sur un marché d'investissement ce qui favorise une certaine stabilité de sa clientèle tout en assurant une récurrence de revenus par le biais des contrats de maintenance et de la vente de services additionnels (formation, modules complémentaires).

En France, il s'agit essentiellement d'un marché de renouvellement, dans la mesure où les groupes hospitaliers clients de Dedalus France sont déjà constitués. La possibilité pour Dedalus France de conquérir de nouveaux établissements intervient soit lors du renouvellement du système d'information soit lors de regroupement d'établissements hospitaliers ou de mutualisation du système d'information. Les dispositions relatives aux « Groupements Hospitaliers de Territoire » (GHT) visent à « faire en sorte que les établissements de santé d'un même territoire définissent une stratégie de prise en charge partagée autour d'un projet médical commun et gèrent ensemble certaines fonctions transversales » dont les systèmes d'information. Par ailleurs, afin de diversifier ses activités et limiter sa dépendance aux budgets publics et à l'Etat, Dedalus France a développé, depuis 2008, une activité autour des diagnostics à destination des laboratoires privés. Il existe environ 4.000 laboratoires privés en France. Les marchés des hôpitaux/cliniques et des laboratoires en France sont des marchés matures, des marchés de renouvellement qui ne bougent qu'au gré d'opérations de fusion/regroupement et de la croissance des clients existants.

Au niveau de l'export, sur la zone Afrique du Nord, Proche et Moyen Orient, les établissements de santé sont peu équipés au niveau du système d'information. La plupart des appels d'offres visent à une première mise en place d'un dossier patient informatisé.

2.1.2.2 *Historique du groupe Dedalus France*

Créée le 1er juillet 1980, la société Medasys (nouvellement Dedalus France) a conçu ses premiers logiciels d'imagerie numérique destinés aux satellites, au contrôle qualité et à la biologie à partir de 1982. Parallèlement, ses liens étroits avec le domaine de l'Éducation-Recherche lui ont permis de développer une activité d'intégration de systèmes informatiques scientifiques et industriels. S'appuyant sur son expérience dans le traitement de l'image, la société a entrepris,

au début des années 90, la réalisation d'un système d'archivage et de transmission d'images médicales (PACS : Picture Archiving and Communication System). Faisant appel à des technologies qui deviendront des standards mondiaux, ce système a été le premier progiciel d'imagerie véritablement conçu autour de la norme DICOM¹².

Fin 1997, la direction de Medasys perçoit l'émergence du besoin des hôpitaux de disposer de solutions transversales basées sur un Dossier Médical Patient Partagé, axé sur les actes médicaux (gestion de production de soins) et non plus sur les seules données administratives, comme par le passé. L'obtention, en 1998, du contrat de réalisation du système d'information et de communication du futur Hôpital Européen Georges Pompidou à Paris confirme Medasys dans le bien-fondé de sa stratégie.

C'est ainsi qu'en 1999 et 2000 Medasys a regroupé des éditeurs de logiciels complémentaires et s'est dotée d'outils assurant l'interopérabilité des progiciels au sein des systèmes d'information hospitaliers : gestion des ressources et des contraintes, serveur d'identité et de mouvement, serveur de prescription et de résultats.

Au début de 2005, Medasys a cédé son activité dans le domaine des Infrastructures Informatiques, devenant ainsi un pur éditeur de logiciels médicaux.

L'année 2009 est marquée par quatre acquisitions structurantes : l'activité « Systèmes d'Information Hospitaliers » de Thales, la société Mega-bus spécialisée dans les systèmes de gestion de biologie à destination des laboratoires privés d'analyses médicales, la société SBO spécialisée dans la mise en œuvre de systèmes d'information intégrant les solutions SAP, et la société RT Consulting spécialisée dans la conception de systèmes d'information décisionnels.

En 2011, des difficultés financières ont conduit Medasys à opérer un rapprochement industriel avec le groupe Noemalife, en parallèle à une procédure de conciliation ouverte avec ses créanciers, permettant à Medasys de se relancer.

Au gré de plusieurs opérations de croissance externe jusque 2016, Medasys est devenu un acteur majeur des systèmes d'information à destination des acteurs de la santé.

Le 1er juillet 2016, Dedalus Italia, leader italien du secteur des logiciels de santé, a annoncé la prise du contrôle du Groupe NoemaLife. Le 1er avril 2017, NoemaLife et Dedalus ont fusionné par absorption de Noemalife et Dedalus est devenu en conséquence l'actionnaire majoritaire de Medasys.

L'année 2017 repose sur la mise en œuvre de directions stratégiques et opérationnelles induites par l'évolution du Groupe. La collaboration entre Medasys et Dedalus permet la création de la solution DxPlatform et permet de répondre mieux aux problématiques auxquelles font face les GHT. Parallèlement, Medasys réalise l'acquisition de Netika afin de renforcer son offre dans la gestion des plateaux techniques. La société MegaBus est dans la foulée intégrée à Netika permettant d'unifier les activités relatives à la biologie.

En 2018, Medasys change de dénomination pour devenir Dedalus France. La Société et ses filiales sont réunies sous l'unique nom « Dedalus ». Dedalus France réalise également cette même année deux acquisitions : DL Santé qui se positionne sur le segment des laboratoires de biologie médicale privés, et Infologic-Santé, leader en France dans les solutions d'anatomopathologie et de génétique.

En 2019, Dedalus France annonce la création d'une division « robotique ». La Société fait aussi l'acquisition de la société Web100T, acteur majeur dans le dossier patient et le système administratif des cliniques privées. Cette acquisition permet à Dedalus France de pénétrer sur le secteur des établissements de santé privés en France.

¹² Digital Imaging and Communications in Medicine

2.1.2.3 Actionnariat de Dedalus France

A la date du présent rapport, l'actionnariat de Dedalus France se présente comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote réels	% des droits de vote réels
Dedalus Italia	92 130 041	81,83%	92 130 041	82,04%
Consorts Hofmann	1 778 000	1,58%	1 778 000	1,58%
Management et salariés	786 866	0,70%	786 866	0,70%
Public	17 597 588	15,63%	17 597 588	15,67%
Actions propres	297 134	0,26%		
Total	112 589 629	100%	112 292 495	100%

Source : données communiquées par le management

Le capital de Dedalus France comprend une seule catégorie d'actions ordinaires Dedalus France (mnémonique MED), admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000052623.

2.1.2.4 Description du marché

Les systèmes d'information (SI) de santé peuvent être divisés en cinq grandes familles :

- Les SI hospitaliers : les solutions médicales (cliniques et médico-techniques), administratives (médico-administratives, infrastructure et support) et de pilotage (médico-économiques) ;
- Les SI destinés aux professionnels de santé : les solutions métiers et téléservices (laboratoires d'analyse médicale, centres de radiologie/imagerie, pharmacies, médecins, infirmiers, maisons et centres de santé et personnels paramédicaux, etc.) ;
- Les SI destinés aux autres structures de prise en charge : les solutions métiers pour les services en charge de personnes fragiles, de patients à domicile (EPHAD, etc.) ;
- Les SI destinés à la santé à distance : télémédecine, dossier médical partagé (DMP), télévigilance, télémonitoring, infrastructures des réseaux de santé de télécommunication, etc. ;
- Les SI destinés aux prestations de services annexes : services de gestion des données de santé, services d'intégration et d'interopérabilité des équipements, internalisation et externalisation de services, conseil, etc.

Le groupe Dedalus France se positionne principalement sur 3 de ces segments :

- Les SI hospitaliers, avec notamment l'appli DxCare qui permet de centraliser et suivre le dossier patient à travers son parcours de soin. DxCare est une solution modulaire permettant le suivi patient durant le circuit d'admission et le circuit opératoire. Elle permet également la gestion médico-administrative et la gestion de reporting, analyse et pilotage medico-économique ;
- Les SI destinés aux professionnels de santé dénommés sous le vocable « plateaux techniques » par Dedalus France. Ces SI regroupent l'ensemble des solutions d'accompagnement techniques et fonctionnelles spécifiques en répondant aux besoins des exigences métiers. Dedalus accompagne ses clients dans la gestion de laboratoires multisites, multi-établissements en mettant l'accent sur l'interopérabilité du dossier patient. Il les accompagne aussi dans la gestion des équipements de laboratoire et l'automatisation des processus ;

- Les SI destinés aux prestations de services complémentaires notamment dans l'optimisation des données via des outils de Business Intelligence, l'intégration et communication entre systèmes de santé ainsi que l'infogérance.

Dedalus France se positionne comme un acteur majeur des systèmes d'information hospitaliers (SIH) en France, et plus largement, en Europe.

Le secteur des systèmes d'information de santé (SIS) est caractérisé par deux grands types d'acteurs : les éditeurs dit « spécialisés » comme Dedalus France dans le domaine des SIH et les éditeurs dit « intégrés ». Ils possèdent plusieurs axes de développement :

- La création de solutions complètes permettant de répondre aux exigences d'accès aux informations dans une logique de parcours de soin. C'est notamment l'axe poursuivi par Dedalus France, Maincare Solutions, Agfa Healthcare, etc ;
- Le développement des offres mettant l'accent sur l'interopérabilité, la mutualisation et l'externalisation de la production d'information au sein des établissements de santé. Cet axe est suivi notamment par Softway Medical ;
- La transformation et la diversification des activités des éditeurs afin de répondre aux besoins spécifiques des usagers et professionnels de santé. Cet axe est suivi par Cegedim, Agfa Healthcare, etc.

Les principaux déterminants de l'activité des systèmes d'information de santé en France sont les suivants :

- Les dépenses dans les technologies de l'information (TI) considérées comme stratégiques et nécessaires pour les organismes de santé publics comme privés ;
- Les financements octroyés aux établissements de santé publics qui sont soumis aux aléas politiques d'allocations budgétaires ;
- Les stratégies des exploitants et professionnels de santé alimentent la demande. En effet, chaque professionnel de santé dans un secteur et métier donné nécessite de nouveaux outils dans l'élaboration d'un parcours de soin toujours amélioré et avec des besoins toujours plus spécifiques. Ces stratégies ont besoin d'un alignement des SI sur les besoins opérationnels (interopérabilité) ;
- Ce secteur est fortement soumis à l'innovation et élargi de manière continue l'offre proposée par les éditeurs. Ces innovations permettent de répondre à la demande croissante de systèmes spécialisés et globaux. Ces innovations sont notamment rendues possible par le développement de la robotique et de l'intelligence artificielle ;
- De nombreuses contraintes techniques et réglementaires qui influencent le développement et l'usage des systèmes d'information de santé. Le besoin de déploiement des infrastructures techniques, de messagerie sécurisée, les certifications de l'Agence du numérique en santé et la protection des données sont autant d'éléments déterminants dans le marché des SIS.

Enfin, le marché des systèmes d'information de santé se présente comme un marché d'investissement mature, sur lequel les grands donneurs d'ordre hospitaliers sont tous équipés d'une solution. Le marché se présente aujourd'hui comme un marché de renouvellement.

2.1.2.5 Comptes consolidés de Dedalus France

Le périmètre de consolidation du groupe Dedalus France, dont la société tête de groupe est Dedalus France SA, comprend huit sociétés. Les sociétés du Groupe dans lesquelles la société mère Dedalus France exerce directement ou indirectement un contrôle exclusif sont consolidées. Aucune société dont le pourcentage de contrôle est supérieur à 20% n'est exclue du périmètre de consolidation du groupe Dedalus France, à l'exception de la société Medasys Africa (détenue à 49%) en cours de constitution.

Du fait de sa cotation sur le compartiment C d'Euronext Paris, la Société applique 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 2019.

La Société applique notamment depuis le 1^{er} janvier 2019 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location sans avoir ajusté les exercices clos au 31 décembre 2017 et 2018 à titre de comparaison¹³, les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau des immobilisations corporelles et de la dette financière au bilan et des charges externes, des dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt au compte de résultat.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont fondés sur des agrégats financiers qui n'intègrent pas les effets de la norme IFRS 16 (comme le plan d'affaires de la Société) ou que nous avons retraités des effets de cette norme.

2.1.2.6 Performance financière historique 2017–2019

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

Dedalus France - Compte de résultat - 12 mois			
En k€	31/12/2017 (1) (3)	31/12/2018 (1) (2)	31/12/2019
Chiffre d'affaires	23 395	34 137	55 203
% de croissance	n/a	45,9%	61,7%
Achats et variations de stocks	-2 038	-3 644	-6 351
En % du CA	-8,7%	-10,7%	-11,5%
Charges de personnel	-11 819	-17 365	-29 183
En % du CA	-50,5%	-50,9%	-52,9%
Charges externes	-5 194	-9 568	-13 095
En % du CA	-22,2%	-28,0%	-23,7%
Impôts et taxes	-675	-790	-1 338
En % du CA	-2,9%	-2,3%	-2,4%
Dotations aux amortissements/provisions	-5 519	-1 740	-4 020
En % du CA	-23,6%	-5,1%	-7,3%
Autres produits	61	58	153
En % du CA	0,3%	0,2%	0,3%
Résultat opérationnel courant	-1 789	1 089	1 370
dont CIR	123	592	564
Taux de marge opérationnelle courant	-7,6%	3,2%	2,5%
Autres produits et charges opérationnels	-291	-618	-435
En % du CA	-1,2%	-1,8%	-0,8%
Résultat opérationnel	-2 080	470	935
Taux de marge opérationnelle	-8,9%	1,4%	1,7%
Coût de l'endettement financier net	-448	-295	-752
Autres produits et charges financières	-103	-4	77
Résultat financier	-551	-299	-675
Charge d'impôt	111	-135	26
Impôt différé	83	2 914	551
Résultat net des activités poursuivies	-2 437	2 950	838
Résultat net des activités abandonnées			
Résultat net	-2 437	2 950	838
dont Part du groupe	-2 437	2 950	838

Source : Rapports financiers annuels 2017, 2018 et 2019

(1) Les exercices clos au 31 décembre 2017 et 2018 n'intègrent pas l'application de la norme IFRS 16 relative aux loyers opérationnels

(2) Comptes retraités sur l'allocation du prix d'acquisition des filiales DL Santé et Dedalus C&G

(3) Comptes retraités sur l'allocation du prix d'acquisition de la filiale Netika

Chiffre d'affaires

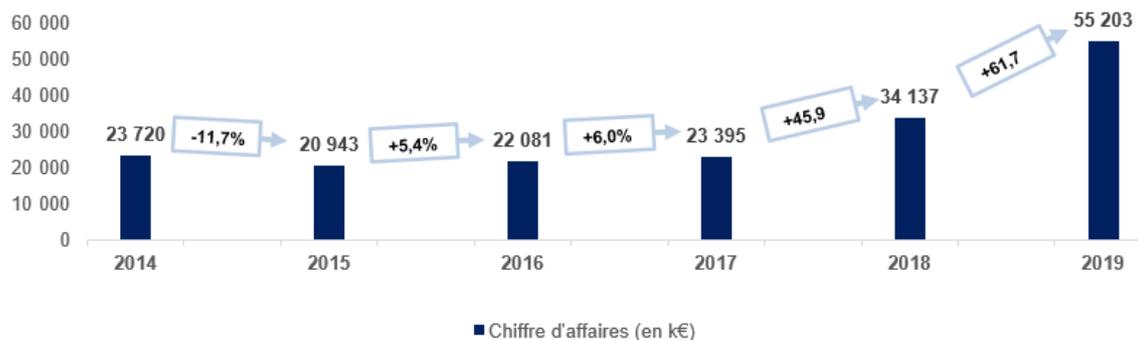
¹³ La société présentant toutefois les effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les postes de bilan impactés (immobilisations et dette financière non courante) au 1^{er} janvier 2019

Dedalus France a été historiquement portée par l'activité centrée principalement autour de son logiciel Dx Care (ligne d'activité CIS – Clinical Information System). Sur les quinze dernières années, Dedalus a équipé de nombreux établissements hospitaliers et notamment les gros établissements (CHU/CHR et gros centres hospitaliers de province, puis les centres anti cancéreux Gustave Roussy, CLCC.). A ce titre la clientèle de Dedalus France (anciennement Medasys) était constituée d'une clientèle quasi-exclusivement public (et aux participants au Service Public Hospitalier).

Le marché de Dedalus France est un marché d'équipement ; Les hôpitaux se sont équipés de dossiers patients en 20 ans. Les budgets d'investissements des hôpitaux ont été octroyés par l'Etat par le biais de plan « quinquennaux » - Plan Hôpital 2007, Plan Hôpital 2012, Hôpital Numérique jusqu'à la constitution des groupes hospitaliers de territoire, avec aujourd'hui les budgets Hop'en. Cette forte dépendance de Dedalus France aux budgets d'investissements de l'état (qui ne sont pas des budgets annuels) a eu une très forte incidence sur le chiffre d'affaires de Dedalus France avec des variations significatives d'une année sur l'autre.

L'évolution historique du chiffre d'affaires de la Société sur la période 2014-2019, présentée dans le graphe ci-dessous, est également corrélée aux acquisitions réalisées sur les trois dernières années.

Dedalus France - Evolution du chiffre d'affaires 2014-2019 (en k€)



Ainsi, la progression du chiffre d'affaires de +6,0% entre 2016 et 2017 s'explique notamment par l'acquisition, fin juin 2017, de la société Netika, société spécialisée dans le développement et la commercialisation de logiciels dédiés à l'assurance qualité et à la gestion des Systèmes d'Information de Laboratoires.

La progression du chiffre d'affaires de +45,9% entre 2017 et 2018 s'explique principalement par l'effet en année pleine de l'acquisition de Netika en juillet 2017 et à l'entrée dans le groupe Dedalus, en octobre 2018, des sociétés DL Santé (principalement positionnée sur le segment des laboratoires de biologie médicale privés) et Infologic-Santé (leader en France dans les solutions d'anatomopathologie et de génétique).

Ces acquisitions ont permis de poursuivre la diversification de l'activité du groupe, notamment autour des activités de biologie (ligne d'activité Diagnostic-DIS) :

- Dedalus France a une petite part de son chiffre d'affaires constituée par un logiciel de Biologie DxLab dédié aux laboratoires publics). Cette activité est globalement constante depuis 10 ans (chiffre d'affaires annuel moyen de l'ordre de 3,5M€). Avec l'acquisition de la société Netika en 2017, et de DL Santé en 2018, Dedalus a accéléré sa diversification marché/clientèle. Le secteur des systèmes d'information à destination des laboratoires en France est un marché d'investissement qui a été porté ces dernières années par le regroupement des laboratoires avec la constitution de groupes importants qui ont porté ce secteur. Le nombre de laboratoires d'analyse en France est resté quant à lui stable à 4.000 laboratoires. Il s'agit aujourd'hui d'un marché de renouvellement et non plus de croissance. L'accroissement de part de marché de Netika en 2018 a permis à l'activité Biologie de Dedalus d'enregistrer une croissance de 2,7% en moyenne sur les deux dernières années.

- L'acquisition de la société Dedalus C&G (anciennement Infologic-Santé) en 2018 a permis au groupe de renforcer sa compétence fonctionnelle et technique sur le segment des laboratoires d'analyse très pointu de l'anatomopathologie. Dedalus C&G est un leader incontesté sur son secteur et de gros contrats ont porté le développement de Dedalus C&G au cours de ces dernières années notamment les Laboratoires Cerba et Cypath). Malgré cette progression, ce secteur reste un petit secteur, avec un chiffre d'affaires moyen annuel de l'ordre de 5M€.

De plus, la progression du chiffre d'affaires de +61,7% entre 2018 et 2019 s'explique principalement par l'effet en année pleine des acquisitions de l'année 2018, ainsi que par l'entrée dans le Groupe, en juillet 2019, de la société WEB100T (société d'édition de logiciels de gestion médico-administrative et médicale dédiés aux établissements de santé principalement privés), devenue Dedalus Health Care Private Solution (DPHS). L'acquisition d'un acteur majeur de l'édition de logiciels de gestion médico-administrative, qui développe en outre la solution PMSI la plus performante du marché, permet à Dedalus France d'entrer sur le secteur des établissements de santé privés en France et ainsi fait bénéficier au groupe de solutions qui compléteront ses bases installées publiques et privées, en France mais également à l'international.

Enfin, la répartition du chiffre d'affaires de la Société par zone géographique est présentée dans le tableau ci-dessous :

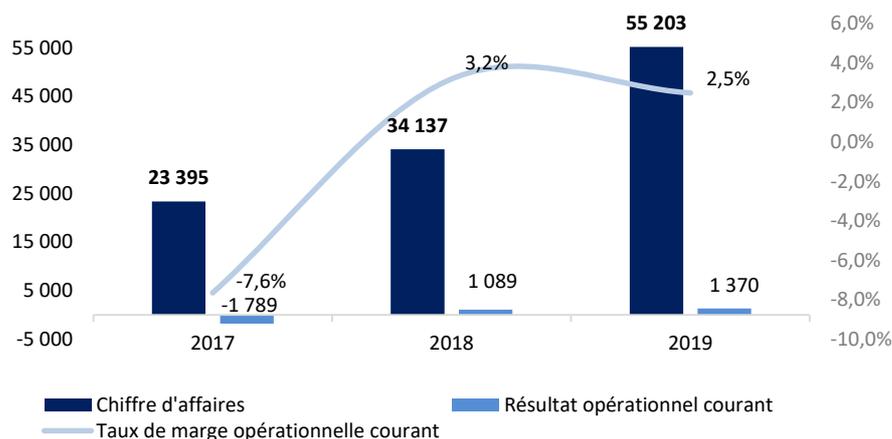
Zone géographique	2017		2018		2019	
	En k€	En %	En k€	En %	En k€	En %
<i>France</i>	20 722	88,6%	30 540	89,5%	47 820	86,6%
<i>Europe</i>	1 755	7,5%	1 417	4,2%	2 315	4,2%
<i>Amérasie</i>	116	0,5%	177	0,5%	201	0,4%
<i>Afrique - Proche-Orient</i>	802	3,4%	2 003	5,9%	4 867	8,8%
Chiffre d'affaires	23 395	100,0%	34 137	100,0%	55 203	100,0%

L'activité de Dedalus France reste avant tout portée par le marché national français. La clientèle de Dedalus France (anciennement Medasys) était historiquement constituée d'une clientèle quasi-exclusivement liée au public et aux participants au Service Public Hospitalier. Le développement de l'activité International a permis de limiter cette dépendance. A ce titre, la forte progression sur la zone Moyen-Orient en 2019 est liée à la signature d'un important contrat avec une clinique libanaise comprenant la vente d'un robot de bloc opératoire qui a contribué à hauteur de 2 740 k€ au chiffre d'affaires 2019.

La France reste prédominante dans l'activité de Dedalus France et représente en 2019 environ 87% du chiffre d'affaires réalisé.

Le résultat opérationnel courant

L'évolution de la marge opérationnelle courante historique de Dedalus France sur la période 2017-2019 est présentée ci-dessous :



Les charges d'exploitation de Dedalus France comprennent principalement les charges de personnel et les charges externes (achats de sous-traitances, charges de locations immobilières, d'entretien et réparations, de rémunérations d'intermédiaires et honoraires, de frais de déplacement et de mission, et de créances clients irrécouvrables).

Le résultat opérationnel courant (ci-après « ROC ») s'élève à 1.089k€ (3,2% du chiffre d'affaires) en 2018 contre -1.789k€ (-7,6% du chiffre d'affaires) en 2017. Le développement de l'activité, lié notamment aux acquisitions de l'année 2018, ainsi qu'au fort développement des prises de commandes liées à l'implémentation des systèmes d'information des Groupements Hospitaliers de Territoire a impacté favorablement le niveau du ROC. L'amélioration du ROC en 2018 est également à mettre en regard de dépréciations clients significatives (2,0m€) constatées en 2017.

Le ROC s'établit à 1.370k€ en 2019 (2,5% du chiffre d'affaires), en progression de 281k€ (+25,8%) par rapport à 2018. Les acquisitions réalisées en 2018 et 2019 ont entraîné une hausse des charges de personnel (en valeurs absolues et en valeurs relatives) entre 2018 et 2019, tandis que les charges externes ont, sur la même période, augmentées en valeurs absolues mais diminuées en valeurs relatives. La baisse du taux de marge opérationnelle courant (-0,7point) s'explique notamment par l'impact, en 2019, de la dotation aux amortissements des éléments amortissables reconnus à la suite des acquisitions de DL Santé et Dedalus C&G (IFRS3R).

Le résultat opérationnel courant intègre par ailleurs un crédit impôt recherche (CIR) de 0,6m€ en moyenne sur la période 2017-2019, l'activité de recherche de la Société la rendant éligible à ce crédit d'impôt. Le CIR comptabilisé en 2017 (0,2m€) comprend le crédit d'impôt (0,6m€) attaché aux dépenses de l'année 2017 et un ajustement du CIR de l'année 2016 (-0,4m€) à la suite d'une analyse technique réalisée par un expert mandaté par Bpifrance (IFRS3R).

Le résultat opérationnel

Le passage entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel s'effectue au travers du poste intermédiaire « Autres produits et charges opérationnels ».

Les autres charges opérationnelles s'établissent à 435k€ en 2019 et sont constituées :

- des frais liés à l'acquisition de la filiale Dedalus Private Healthcare Solutions (325k€),
- de mise au rebus d'agencements (110k€).

Les autres charges opérationnelles sont en baisse par rapport à 2018 (-183k€), l'année 2018 ayant été notamment impactée par les frais d'acquisition des sociétés DL Santé et Dedalus C&G (578k€).

Le résultat financier

Le résultat financier de la Société s'élève à -675k€ en 2019 (contre -299k€ en 2018) et est principalement constitué des intérêts sur prêts (752k€).

La baisse du résultat financier en 2019 (-376k€) s'explique principalement par l'augmentation (+320k€) des intérêts des emprunts liés aux opérations d'acquisition de 2018 et 2019 et par l'application de la norme IFRS 16 au 01/01/19 (charges d'intérêts supplémentaires de 79k€).

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à +838k€ en 2019. Il comprend des produits d'impôts courants (26k€) et différés (551k€).

En 2019, le produit d'impôts différés s'établit à 551 k€ contre 2.914 k€ en 2018, qui comprenait pour la première fois l'activation d'une partie du report déficitaire de Dedalus France pour 2.994 k€.

Rapprochement ROC publié et EBITDA du plan d'affaires

Dans le cadre de nos travaux, il nous a été communiqué par le management de Dedalus France un plan d'affaires mettant en exergue un EBITDA proforma qui retraite en effet année pleine l'acquisition de WEB100T en juillet 2019, et qui n'intègre pas l'application de la norme IFRS 16 ayant pour effet d'annuler les charges de loyers opérationnels en contrepartie de la reconnaissance de dotations aux amortissements relatives aux droits d'utilisation IFRS 16 et d'intérêts liés à la dette locative IFRS 16.

Le compte de résultat 2019 de la Société intégrant quant à lui les effets de cette norme, nous l'avons retraité afin d'extérioriser un EBITDA et un EBIT de Dedalus France sur l'année 2019 et de permettre une meilleure comparaison de ces agrégats avec ceux du plan d'affaires.

Ces retraitements nous permettaient également d'avoir des agrégats qui répondent aux définitions internationales et qui sont plus comparables aux EBIT (retraité d'IFRS 16) des sociétés comparables retenues dans nos échantillons pour les multiples de comparables boursiers et de transactions comparables.

Ainsi, le tableau suivant présente pour l'année 2019 les retraitements opérés entre le résultat opérationnel courant publié dans les états financiers de la Société et l'EBITDA du management report (tel que présenté dans le plan d'affaires) et l'EBIT :

(en k€)	2019 comptes publiés	Web100T comptes janv19 -> juil19	2019 comptes proforma
Chiffre d'affaires	55 203	6 729	61 932
EBITDA (présentation management)	11 081	1 272	12 353
% du CA	20,1%	18,9%	19,9%
Créances irrécouvrables nettes (présentées sous l'EBITDA)	-1 585		-1 585
EBITDA (après reclassement créances irrécouvrables)	9 496		10 768
% du CA	17,2%		17,4%
Dot. aux amortissements (y/c GW)	-6 397		
Dot nettes aux prov pour risques	-163		
Reprise dépréciation sur stocks	201		
Charges non récurrentes (départ personnel + charges exceptionnelles)	-1 509		
Prestations DD Italia	-974		
Loyers IFRS16	716		
Résultat opérationnel courant	1 370		

L'EBITDA management report proforma 2019 de Dedalus France s'élève ainsi à 12.353k€ en 2019, soit un taux de marge d'EBITDA de 19,9%.

Après reclassement des pertes sur créances irrécouvrables (nettes des dotations et reprises de provisions pour dépréciation), l'EBITDA management proforma 2019 de Dedalus France ressort à 10.768k€, soit un taux de marge d'EBITDA de 17,4%.

2.1.2.7 Equilibre bilancier et trésorerie

Bilan économique

Dedalus France - Bilan économique			
En k€	31/12/2017 ¹	31/12/2018 ¹	31/12/2019
Goodwill	10 509	20 934	47 340
Immobilisations incorporelles	10 125	14 997	15 065
dont droits d'utilisation des immobilisations louées	0*	0*	0
Immobilisations corporelles	712	1 274	6 091
dont droits d'utilisation des immobilisations louées	255*	358*	3 836
Actif immobilisé	21 346	37 205	68 496
Actifs circulants	19 753	24 367	32 697
Passifs circulants	-13 523	-19 384	-26 007
Besoin en fonds de roulement	6 230	4 983	6 690
Actifs financiers non courants	1 055	1 301	1 690
Créances non courantes	0	0	2 900
Impôts différés actifs net de passifs	-794	901	1 842
Créances de CIR / CICE	4 030	3 952	2 840
Autres dettes non courantes	-740	-635	-516
Capitaux employés	31 127	47 707	83 942
Capital social	23 282	32 211	32 211
Primes	10 992	11 228	11 228
Réserves consolidées	-3 254	-6 087	-3 081
Résultat net	-2 437	2 950	838
Capitaux propres part du groupe	28 583	40 302	41 196
Intérêts minoritaires	0	0	0
Capitaux propres	28 583	40 302	41 196
Provisions pour risques et charges	101	181	478
Provisions pour engagements de retraite	1 463	2 563	3 858
Dettes financières	6 987	11 330	38 505
Dettes locative IFRS 16	0	0	4 551
Trésorerie	-6 006	-6 669	-4 649
Dettes financière (+) / Trésorerie (-) nette	981	4 661	38 407
Capitaux investis	31 127	47 707	83 942

¹ Comptes non retraités de la norme IFRS 16 (operating leases) appliquée par le Groupe au 1er janvier 2019

* Inclut uniquement le crédit-bail location-financement (hors IFRS 16)

Source : Rapports financiers annuels 2017, 2018 et 2019 de Dedalus France

Au 31 décembre 2019, l'actif immobilisé de Dedalus France s'élève à 68.496k€ et se compose essentiellement de goodwill, d'immobilisations incorporelles et, dans une moindre mesure d'immobilisations corporelles.

Le goodwill de la Société, qui résulte des acquisitions passées de la Société liée à sa stratégie de croissance externe historique, s'élève à 47.340k€ au 31 décembre 2019 et représente 56% des capitaux employés. Il concerne principalement les entités juridiques opérationnelles Dedalus Biologie, Dedalus Private Healthcare Solutions (DPHS), Dedalus C&G et Saric International. Son évolution sur la période découle principalement de l'acquisition de la société WEB100T le 30 juillet 2019.

Les immobilisations incorporelles s'élèvent à 15.065k€ au 31 décembre 2019. Elles se composent principalement de frais de développement de logiciels activés ou acquis et d'autres immobilisations incorporelles. Les travaux de développement de logiciels activés sont constitués exclusivement de charges directes du personnel et accessoirement des sous-traitants affectés aux projets. Ils sont amortis linéairement sur une durée de trois ans suivant l'année de leur activation. L'évolution sur la période résulte du développement de la Société par croissance externe.

Les immobilisations corporelles s'élèvent à 6.091k€ au 31 décembre 2019, soit environ 7% des capitaux employés. Elles se composent essentiellement de constructions (4.447k€). La première application d'IFRS 16 à partir du 1^{er} janvier 2019 explique à hauteur de 3.836k€ l'accroissement des immobilisations incorporelles.

Le besoin en fonds de roulement, légèrement positif sur les dernières années, est analysé ci-après.

Les actifs financiers non courants (1.690k€) correspondent à des prêts (746k€), des dépôts de garantie auprès de la société d'affacturage (619k€) et des bailleurs (224k€), ainsi que des garanties (100k€) attachées à des prêts de la BPI.

Les créances non courantes (2.900k€ au 31 décembre 2019) concernent une créance sur une clinique libanaise liée à la vente d'un robot de bloc opératoire rattachée à un contrat de location dont la durée est de 7 ans. Cette créance fait l'objet d'un échancier sur la durée du contrat de location, moyennant un taux d'intérêt annuel de 5%. Cette créance a été réintégrée pour les besoins de l'évaluation dans les éléments de trésorerie servant à déterminer la dette nette ajustée présentée dans la partie 4.1.3, après application du taux d'intérêt de 5% et prise en compte d'un effet d'actualisation.

Les impôts différés actifs net de passifs s'élèvent à 1.842k€ au 31 décembre 2019 et résultent principalement :

- de la reconnaissance d'actifs d'impôts sur les reports déficitaires à hauteur de 2.498k€ (les reports déficitaires non activés de Dedalus France au 31/12/19 s'élèvent à 21.310k€),
- compensés par les passifs d'impôts différés liés aux amortissements des éléments amortissables affectés au goodwill des sociétés acquises (1.691k€).

La Société dispose de créances fiscales (courante et non courantes) pour un montant de 3.887k€ au 31 décembre 2019. Ces créances incluent principalement des créances de CIR (1.862k€) et de CICE (978k€), soit un total de 2.840k€, au titre de l'exercice 2019, la Société étant dans l'impossibilité d'imputer ces crédits d'impôt sur un bénéfice fiscal suffisant. Ces deux créances ont été réintégrées comme éléments de trésorerie pour leurs valeurs actualisées comme ajustement dans le calcul de la dette nette ajustée présentée dans la partie 4.1.3.

Les capitaux propres de Dedalus France s'élèvent à 41.196k€ au 31 décembre 2019. Leur évolution depuis le 31/12/17 découle principalement d'une augmentation de capital de réalisée en décembre 2018 (9.165k€), ainsi que des profits réalisés sur les exercices 2018 (2.950k€) et 2019 (838k€). Aucun dividende n'a été distribué sur les trois derniers exercices.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 478k€ au 31 décembre 2019 contre 181k€ au 31 décembre 2018. Elles se composent au 31 décembre 2019 de provisions pour litiges prud'homaux (176k€) et de provisions pour litiges commerciaux (302k€).

La dette financière nette comptable de Dedalus France, dette locative IFRS 16 compris, s'élève à 38.407k€ au 31 décembre 2019. Elle est constituée notamment d'emprunts et avances consentis par le groupe Dedalus Italia (24.559k€), d'emprunts bancaires (11.276k€), de préfinancement du CIR/CICE (863k€), de dette financière relative à l'affacturage (295k€), d'une dette locative IFRS 16 (4.551k€), de dette de crédit-bail (386k€), d'emprunts divers et crédits à court terme (1.126k€) et de trésorerie pour 4.649k€.

La variation de l'endettement financier net entre 2018 et 2019 s'explique par la constatation au 31 décembre 2019 des passifs de loyers dus aux bailleurs, conformément aux dispositions de la norme IFRS 16 (4.551.k€), la souscription d'emprunts bancaires (6.321k€) et du prêt consenti en juillet 2019 par Dedalus Italia de 22 M€ pour l'acquisition de WEB100T.

Ainsi, le groupe Dedalus Italia représente environ 58% de l'endettement financier brute de la Société.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Dedalus France - BFR			
En k€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Stocks et en-cours	94	130	81
<i>en jours de CA</i>	<i>1 jours</i>	<i>1 jours</i>	<i>1 jours</i>
Créances clients	17 704	22 264	27 985
<i>en jours de CA</i>	<i>276 jours</i>	<i>238 jours</i>	<i>185 jours</i>
Créances fiscales*	761	790	1 047
<i>en jours de CA</i>	<i>12 jours</i>	<i>8 jours</i>	<i>7 jours</i>
Autres actifs courants**	1 194	1 183	3 584
<i>en jours de CA</i>	<i>19 jours</i>	<i>13 jours</i>	<i>24 jours</i>
Actifs courants	19 753	24 367	32 697
Dettes fournisseurs	-4 049	-3 860	-6 972
<i>en jours de CA</i>	<i>-63 jours</i>	<i>-41 jours</i>	<i>-46 jours</i>
Impôts courants	0	-105	-180
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>
Autres passifs courants***	-9 474	-15 419	-18 855
<i>en jours de CA</i>	<i>-148 jours</i>	<i>-165 jours</i>	<i>-125 jours</i>
Passifs courants	-13 523	-19 384	-26 007
BFR	6 230	4 983	6 690
Chiffre d'affaires	23 395	34 137	55 203
BFR en jours de CA	97 jours	53 jours	44 jours
BFR en % de CA	26,6%	14,6%	12,1%

* Hors crédit d'impôt recherche (CIR) et crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE)

** Charges constatées d'avance, créances sociales et fiscales, créances diverses

*** Dettes fiscales et sociales, produits constatés d'avance, autres créditeurs et passifs

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») positif sur la période observée.

Le BFR de Dedalus France se compose principalement de créances clients, de dettes fournisseurs et d'autres passifs courants (principalement des dettes fiscales et sociales et des produits constatés d'avance), les autres composantes étant moins significatives.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement d'autres actifs courants (charges constatées d'avance, créances sociales et fiscales et créances diverses), d'impôts courants et de créances fiscales hors CIR et CICE.

Le BFR de Dedalus France s'établit à 44 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2019.

La baisse continue du BFR entre 2017 et 2019 est à mettre en lien avec la réduction du délai de règlement des créances clients sur ces périodes, celui-ci diminuant de 276 jours en 2017 à 238 jours en 2018 puis 185 jours en 2019. L'augmentation des produits constatés d'avance sur 2018 et 2019 explique également l'évolution du BFR sur la période.

2.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

2.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Dedalus Italia a acquis le 28 juin 2016, de manière directe et indirecte, 83,3% du capital de la société de droit italien NoemaLife, laquelle détenait alors 22.493.327 actions de Dedalus France (anciennement dénommée Medasys) représentant autant de droits de vote, soit 58,05% du capital et des droits de vote de cette société.

Le 28 juillet 2016, la société de droit luxembourgeois Healthlux a acquis une participation représentant, directement et indirectement, 60% du capital et des droits de vote de la société de droit italien Dedalus Holding S.p.A., laquelle détenait alors indirectement, par l'intermédiaire de la société NoemaLife qu'elle contrôlait, 22.493.327 actions de Dedalus France représentant

autant de droits de vote, soit 58,05% du capital et des droits de vote de cette société. Dedalus Holding S.p.A. est la holding du groupe Dedalus (le "Groupe Dedalus") et contrôle Dedalus Italia.

Dedalus Italia a déclaré suite à l'augmentation de capital de la Société intervenue en décembre 2017 avoir franchi à la hausse, le 27 décembre 2017, le seuil des 2/3 du capital et des droits de vote de la Société et détenir directement 62.628.564 actions de Dedalus France (anciennement dénommée Medasys) représentant alors 76,96% du capital de cette société.

Dans le cadre de l'augmentation de capital de la Société intervenue en décembre 2018, Dedalus Italia a souscrit à 29.501.477 actions de Dedalus France, portant sa détention directe dans le capital de la Société à 92.130.041 actions de Dedalus France représentant alors 81,83% du capital de la Société.

A la date du dépôt de l'Offre, Dedalus Italia détient directement et indirectement par assimilation un total de 92.427.175 actions de Dedalus France, en ce compris 297.134 actions auto-détenues (représentant 82,09% du capital et 82,09% des droits de vote théoriques de la Société).

Dans le cadre de l'acquisition par le Groupe Dedalus de la société DH Healthcare GmbH, une société de droit allemand, auprès de Agfa HealthCare NV, et de son refinancement, le Groupe Dedalus a initié une réflexion sur son organisation interne afin d'améliorer l'intégration des différentes sociétés du Groupe Dedalus.

Dans ce contexte, et à la suite de la réalisation de l'acquisition de DH Healthcare GmbH intervenue le 4 mai 2020, Dedalus Italia a déposé le 18 mai 2020 une offre qui sera suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire. La mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des Actions de Dedalus France d'Euronext Paris.

Le succès de l'Offre permettra aussi à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation de ses titres, et des coûts qui y sont associés.

L'Offre porte sur la totalité des actions en circulation non détenues directement ou indirectement par Dedalus Italia (en ce compris les actions auto-détenues), soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 20.162.454 Actions, représentant 17,91% du capital social et 17,91% des droits de vote théoriques de la société Dedalus France, à un prix par action de 0,70 euro.

Dedalus Italia s'est réservé la faculté, à compter du dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'offre, d'acquérir des actions, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du RGAMF, soit 6.048.736 Actions correspondant au maximum à 30% du nombre d'actions visées par l'offre au prix de l'offre.

Quel que soit le résultat de l'Offre, le groupe Dedalus envisage de procéder à une fusion absorption d'Agfa France par Dedalus France, les termes et les conditions de cette fusion étant encore à l'étude et n'étant pas encore arrêtés. Dans l'hypothèse où une telle fusion serait mise en œuvre, le groupe Dedalus viendrait renforcer sa participation dans le capital de la Société.

2.2.2 Termes de l'Offre

A la date de dépôt du présent rapport, l'Initiateur détient directement ou indirectement par assimilation un total de 92.427.175 actions et droits de vote de la Société (en ce compris les 297.134 actions auto-détenues).

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions en circulation autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (en ce compris les actions auto-détenues), soit 20.162.454 actions, représentant 17,91% du capital social et 17,91% des droits de vote théorique de la société Dedalus France, à un prix par action de 0,70 euro.

Dans l'hypothèse où les conditions des articles 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF seraient réunies à l'issue de l'offre, l'initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de

l'offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'offre (à l'exception des actions auto-détenues par la Société). Dans cette hypothèse, les actions qui n'auront pas été apportées à l'offre (autres que celles détenues directement ou indirectement par l'initiateur en ce compris les actions auto-détenues par Dedalus France) seront transférées à l'initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'offre par action (soit 0,70 euro par action), nette de tout frais.

3 Présentation de l'expert indépendant

3.1 Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

3.1.1 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 8^{ème} rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 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 120 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. Au sein de Crowe France, Crowe HAF intervient essentiellement sur des missions d'audit, d'évaluation et d'assistance aux transactions.

3.1.2 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 d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF.

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 dont la mise à jour sera effectuée en 2020.

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 a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est notamment Vice-Président 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, Académie...).

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

- Stéphane Legrand, Directeur, diplômé de l'Université Dauphine (Maitrise de gestion) et expert certifié en évaluation d'entreprises auprès de la CCEF, disposant de 10 ans d'expérience en évaluation financière et plus de 15 ans en audit au sein de Crowe HAF et de cabinets nationaux et internationaux ;
- Yohan Bonnet, Senior Manager, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 8 ans d'expérience en évaluation financière et audit au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Simon Le Rouzic, Superviseur, diplômé de l'Université de Greenwich (MSc Financial Management) et de l'ESCEM Business School (Master Analyse Financière) disposant de 5 ans d'expérience en évaluation financière, transaction services et audit au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Jalal Bacha, Analyste expérimenté, diplômé de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne (Master Ingénierie Financière) disposant de 2 ans d'expérience en évaluation financière dont 1 an dans deux sociétés spécialisées en M&A (Societex CF et Transaxiall).

La revue indépendante a été réalisée par Maxime Hazim, associé du cabinet Crowe HAF, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®) et disposant de 14 ans d'expérience en évaluation et en audit, d'abord chez EY puis chez Crowe HAF.

3.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Sept 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 de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société Business & Décision initiée par la société Orange Business Services (Avril 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun initiée par la société des Brasseries et Glacières Internationales (Janvier 2020, Etablissement présentateur : Alantra) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Financière Marjos initiée par la société Krief Group (Octobre 2019, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Millet Innovation initiée par la société Curae Lab (Septembre 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Quotium Technologies initiée par la société Technologies SAS (Avril 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société TxCell initiée par la société Sangamo Therapeutics (Octobre 2018, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Compagnie Foncière Internationale initiée par la société Financière Apsys (Juin 2018, Etablissement présentateur : BNP Paribas).

3.3 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 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 Dedalus France 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.

3.4 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 est par ailleurs Vice-Président de cette association.

3.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 50.000€, hors taxes et hors frais.

3.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 270 heures.

3.6.1 Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de Dedalus France, 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 Dedalus France et l'établissement présentateur ;
- analyse du budget 2020 de Dedalus France au regard des données financières (chiffre d'affaires et EBITDA) à fin mars 2020 ;
- analyse du plan d'affaires de Dedalus France ;
- analyse des synergies des coûts identifiées ;
- 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 :

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 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 Dedalus France ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)

- sélection de deux échantillons de sociétés comparables à Dedalus France ;

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

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Dedalus France ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

Transactions récentes intervenues sur le capital de la société (méthode écartée)

Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthodes écartées)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

Référence au prix de revient des titres chez Dedalus Italie (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (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 Dedalus France ;
- Appréciation du prix d'Offre.

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

VI Réunions et entretiens réguliers avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de Dedalus France sur l'avancée des travaux de l'expert

VII Analyse des observations écrites des actionnaires

VIII Rédaction du rapport d'évaluation

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

X Revue indépendante

XI Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration de Dedalus France

3.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de Dedalus France a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 24 avril 2020.

Notre mission s'est déroulée du 24 avril 2020 au 8 juin 2020. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 24 au 26 avril 2020 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société Dedalus France et ses conseils.
- du 27 avril au 29 avril 2020 : Préparation de l'évaluation. Réunion de lancement des travaux avec le comité ad hoc (29 avril 2020). Echanges avec la direction de Dedalus France.

- du 30 avril au 20 mai 2020 : Analyse du plan d'affaires de la Société, Analyse des transactions récentes intervenues sur le titre, Analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation.
 - Echanges avec la direction de Dedalus France et l'établissement présentateur.
 - Réunions intermédiaires de suivi des travaux avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration (14 et 18 mai 2020) ;
 - Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.

- du 21 mai au 8 juin 2020 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au comité ad hoc (5 juin 2020) et au Conseil d'Administration de Dedalus France (8 juin 2020).

3.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Dedalus France (Société objet de l'Offre)

- M. Frédéric Seillier, Directeur Administratif & Financier
- M. Didier Neyrat, Directeur Général Délégué
- Mme. Florence Hofman, Administratrice indépendante et présidente du comité ad hoc
- M. Christian Le Dorze, Administrateur indépendant et membre du comité ad hoc
- M. Stefano Piacenza, International Group Controller de Dedalus Italie et membre du comité ad hoc

BNP Paribas (Etablissement présentateur)

- M. Olivier Rinaudo, Directeur – Corporate Finance
- M. Bruno Attali, Directeur – Corporate Finance
- M. Romain Bartoli, Associate – Corporate Finance
- M. Luca Forni, Directeur – Corporate Finance
- Mme. Aurélia Hirzel, Analyste Corporate Finance

Solférino Associés (Avocat de la société initiatrice de l'Offre)

- M. Fouad Bellaaroussi, Avocat associé

3.6.4 Informations utilisées

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

- l'étude sur le secteur des éditeurs de logiciel réalisée par Xerfi en janvier 2019,
- les informations publiques sur la société Dedalus France, notamment sur son site internet,
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2017, 2018 et 2019,
- les rapports du commissaire aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2017, 2018 et 2019,
- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2020-2023 de la Société établi par la direction financière de Dedalus France et approuvé par le conseil d'administration en date du 24 avril 2020,
- les tests de dépréciation effectués au 31 décembre 2019 pour les différentes Unités Génératrices de Trésorerie du groupe Dedalus France,

- 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 Dedalus France,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de BNP Paribas intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- le communiqué de presse du 18 mai 2020 relatif à l'annonce du groupe Dedalus Italia et Dedalus France du dépôt d'un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée,
- les informations publiques relatives à l'acquisition par Dedalus Italie de la branche Healthcare de Agfa-Gevaert effective le 5 mai 2020,
- la lettre de mission établie par le comité ad hoc de Dedalus France et annexée au présent rapport.

Les documents nécessaires à l'accomplissement de ma mission ont été reçus en temps utiles.

3.6.5 Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Maxime Hazim, associé du département Evaluation du cabinet Crowe HAF. Maxime Hazim a 14 ans d'expérience en évaluations d'entreprises et en audit de sociétés cotées et non cotées. Il a participé à plus de 25 expertises indépendantes et dispose ainsi d'une forte compréhension des enjeux d'une revue indépendante. Il est, par ailleurs, l'auteur d'une étude traitant de la pratique de l'expertise indépendante menée sur 300 offres publiques.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière.

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.

4 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.

4.1 Données structurant l'évaluation

4.1.1 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 112.589.629.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Dedalus France correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué de l'auto-détention (297.134 actions auto-détenues par la Société au 30 avril 2020).

	Nombre d'actions
Nombre total d'actions au capital	112 589 629
- Autodétention	-297 134
Nombre d'actions en circulation	112 292 495

Source : *Projet de Note d'Information du 18 mai 2020*

A notre connaissance, Dedalus France n'a émis aucun titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit conféré par la société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la société et susceptible d'avoir un effet dilutif sur la valeur de l'action Dedalus France.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 112.292.495 actions.

4.1.2 Business plan

4.1.2.1 *Construction et approbation*

Le business plan de Dedalus France a été élaboré par le management de Dedalus France.

Le plan d'affaires à 4 ans (2020-2023) a été élaboré en avril 2020 et tient compte de l'impact de la pandémie de COVID-19 sur l'activité de la Société afin d'établir des projections révisées, notamment sur l'année 2020.

Il a été soumis au Conseil d'Administration de la Société qui l'a approuvé en séance le 24 avril 2020.

4.1.2.2 *Périmètre et horizon*

Le business plan de Dedalus France a été élaboré sur une durée de 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2023) et a été réalisé après intégration de l'acquisition réalisée en 2019 (Web100T) sans intégrer d'opérations de croissances externes non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel,
- au niveau de marge cible d'EBITDA sur la durée du plan d'affaires ;
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement ;

- aux impacts de la situation sanitaire actuelle (COVID-19) sur l'activité de la Société estimés au moment de l'établissement du plan d'affaires.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan 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 du compte de résultat proforma 2019 du groupe Dedalus France intégrant l'effet année-pleine de l'acquisition de la société Web100T réalisée sur l'exercice 2019 par Dedalus France ainsi que des impacts de la pandémie de COVID-19 sur l'activité de la Société.

4.1.2.3 *Extrapolation du plan d'affaires*

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2023, nous avons sur la base d'échanges que nous avons eu avec le management de la Société et ses administrateurs indépendants, extrapolé les prévisions du plan d'affaires jusqu'en 2026, année sur la base de laquelle nous avons déterminé le flux normatif.

4.1.2.4 *Synergies et disynergies identifiées*

Conformément aux recommandations n°2006-15 de l'AMF, nous avons également pris en compte dans le cadre de nos travaux d'évaluation les synergies et coûts supplémentaires (disynergies) identifiées comme susceptibles de résulter du rapprochement de l'Initiateur avec la Société, ces synergies et disynergies correspondant, dans le cas d'espèce, à celles résultant de la fusion absorption qui est envisagée d'une société acquise récemment par le groupe Dedalus.

En effet, le 2 décembre 2019, Agfa-Gevaert a annoncé entrer en négociations exclusives avec Dedalus Holding S.p.a pour la vente d'une partie de ses activités Healthcare, la clôture de cette transaction ayant été annoncée le 5 mai 2020.

À la suite de cette acquisition, le groupe Dedalus a l'intention de progressivement intégrer les activités françaises de Dedalus France et d'Agfa Healthcare France (ci-après « Agfa France »), filiale de DH Healthcare GmbH afin de faciliter la mise en œuvre d'une politique industrielle et commerciale commune au sein du groupe Dedalus. Le groupe Dedalus envisage aujourd'hui de procéder à une fusion absorption d'Agfa France par Dedalus France.

Des synergies de coûts et des coûts exceptionnels d'intégration liés au projet de fusion des deux entités ont été estimés par le groupe Dedalus. Il s'agit :

- de synergies de coûts (coûts d'hébergement, des ventes et marketing, de production, d'achats ainsi que des coûts administratifs et informatiques) qui seraient réalisées à compter de 2021 et progresseraient pour atteindre 3,3m€ à partir de 2023 ;
- des coûts d'intégrations (disynergies) qui s'élèveraient 1,4m€ au total sur les années 2021 et 2022.

Ces synergies et coûts d'intégrations seraient attribuables pour moitié à Dedalus France, le solde étant réparti sur les autres entités du groupe Dedalus.

Dedalus France bénéficierait de 50% du montant total de synergies de coûts liées à fusion des deux entités, soit 1,6m€ à partir de 2023. La direction de la Société estimant que ces synergies ne peuvent être intégralement conservées à long terme, il a été considéré qu'après 2026, seul 50% de ces synergies de coûts (0,8m€) seraient réalisées au sein de Dedalus France afin de tenir compte de la concurrence à long terme sur le marché français des logiciels de santé et des futures contraintes budgétaires au sein des clients de Dedalus France.

Cette répartition nous semble raisonnable au regard du poids respectifs des deux ensembles et de l'activité des entités.

Nous avons également identifié, en plus de ces synergies et coûts d'intégrations (disynergies) présentés par le management de Dedalus France, des synergies de coûts relatives à l'économie de coûts de cotation pour Dedalus France qui ont été estimées à 150k€ par an.

Ces synergies et coûts d'intégrations (disynergies) ont été pris en compte dans la méthode des flux de trésorerie actualisés pour calculer une valeur par action de la Société qui tient compte des synergies et disynergies.

4.1.2.5 Tests de dépréciation (impairment tests)

Le plan d'affaires 2020-2023 correspond aux plans d'affaires par UGT pour l'exercice des tests de dépréciation (« impairment tests ») sur les goodwill du groupe Dedalus France, corrigés des impacts de la pandémie de COVID-19 estimés au 24 avril 2020, date de validation du plan d'affaires par le conseil d'administration de Dedalus France.

Des impairment tests ont été effectués au 31 décembre 2019 sur les UGT du groupe qui sont fonction des différentes activités de Dedalus France pour lesquelles les UGT correspondent aux entités juridiques présentes dans ces pays.

Les flux de trésorerie issus des plans d'affaires des différentes UGT (sur la période 2020-2023) ont été actualisés dans les tests de dépréciation à un taux d'actualisation identique pour chacune des activités à hauteur de 11%.

A l'issue de l'horizon explicite des plans d'affaires des différentes UGT, les valeurs terminales ont été calculées dans les tests de dépréciation sur la base de flux de trésorerie normatifs, d'un taux de croissance à l'infini compris de 2,5% et de taux de marge d'EBIT différenciés par activités.

4.1.3 Dette nette ajustée

La dette nette consolidée de Dedalus France, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la situation d'endettement financier net de la trésorerie de la société au 4 mai 2020 (date de la dernière situation de trésorerie communiquée par le management de Dedalus France) et ajustée d'éléments encaissables et décaissables¹⁴.

L'endettement financier net au 4 mai 2020 s'élève à 31.400k€ et se présente comme suit :

En k€	
Prêt actionnaire (*)	34 800
Prêt PGE (*)	2 000
Préfinancement CIR/CICE (*)	800
Affacturation et autres (*)	200
Compte courant actionnaire (*)	2 900
Endettement financier	40 700
Disponibilités (*)	-9 300
Dette financière nette	31 400

Source : Données communiquées par le management

(*) Données au 4 mai 2020

L'endettement financier de la Société au 4 mai 2020 s'élève à 40.700k€. En cohérence avec le plan d'affaires servant de base à nos travaux de valorisation qui est retraité de l'impact sur les comptes de la norme IFRS 16, l'endettement financier n'inclut pas la dette financière relative aux loyers opérationnels (4.551k€ au 31 décembre 2019) comptabilisée en application de la norme comptable IFRS 16 et qui est retraitée dans le cadre du calcul de la dette nette ajustée.

L'endettement financier se présente comme suit et comprend principalement :

- des prêts (34.800k€) octroyés par l'actionnaire (Dedalus Italia) dans le cadre du financement de l'acquisition réalisée en 2019 et du refinancement des emprunts bancaires souscrits sur les exercices précédents ;
- une avance en compte-courant d'actionnaire de Dedalus Italia (2.900k€) ;
- deux emprunts bancaires de 1.000k€ chacun (soit 2.000k€ au total), garantis par l'Etat et souscrits dans le contexte de la crise du COVID-19 ;
- la dette relative au préfinancement du crédit d'impôt recherche et du CICE (800k€) ;
- une dette d'affacturation et d'autres dettes financières diverses (200k€).

La trésorerie de Dedalus France au 4 mai 2020 s'élève à 9.300k€, et comprend l'encaissement des contrats de maintenance annuel terme à échoir pour environ 3M€. Nous n'avons pas retraité

¹⁴ Au 31 décembre 2019 en l'absence de mise à jour comptable de ces éléments au 4 mai 2019

cet encaissement exceptionnel de la trésorerie, cette hypothèse maximisant la valeur de l'action Dedalus France.

Nous avons intégré à la dette nette des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et qui ne sont pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation

La dette nette ajustée de Dedalus France au 4 mai 2020 et se présente comme suit :

En k€	
Dette financière nette	31 400
Créances de CIR/CICE actualisées (**)	-2 426
Provisions pour litiges prud'homaux (**)	176
Provisions pour risques partenaire (**)	245
Autres provisions pour risques (**)	57
Provision pour pensions et retraite (nette d'impôt) (**)	2 894
Créances clients non courantes (**)	-2 431
Avances consenties à l'actionnaire (*)	-1 031
Dette financière nette ajustée (avant reports déficitaires)	28 884

(*) Données au 4 mai 2020

(**) Données au 31 décembre 2019

Il a été intégré à la dette nette les créances de CIR et CICE (2.840k€ non actualisés et 2.426k€ après actualisation) au 31 décembre 2019, qui ont été actualisées au coût moyen pondéré du capital de la Société¹⁵ pour tenir compte de l'encaissement de ces créances (issues des CIR générés au titre des exercices 2016 à 2019) à un horizon compris entre 2020 à 2023¹⁶ en raison de l'impossibilité d'imputer le CIR sur des bénéfices suffisants.

La dette nette ajustée n'intègre pas en revanche les actifs financiers non courants qui s'élèvent à 1.690k€ au 31 décembre 2019 correspondants à des prêts action logement, des fonds de garantie à la société d'affacturage, et de cautions versées aux bailleurs qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons également considéré les provisions pour indemnités de départ en retraite comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons, par ailleurs, retraité l'économie d'impôts latente sur la provision pour indemnité de départ en retraite. Au 31 décembre 2019, cet engagement s'élevait à 2.894k€ (provision nette d'impôt¹⁷).

Suivant la même logique, nous avons également ajouté à la dette nette les montants des provisions pour litiges prud'homaux, pour risques partenaires et pour autres risques, dont les montants respectifs s'élèvent à 176k€, 245k€ et 57k€.

Nous avons également considéré dans la trésorerie le montant de la créance à l'égard de la clinique libanaise (2.900k€ au bilan au 31/12/19, soit 2.431k€ après actualisation), créance inscrite en non courante au bilan, exclue de notre analyse du BFR et intégrée dans la trésorerie ajustée pour sa valeur actualisée (afin de tenir compte de l'échéancier de recouvrement sur 7 ans).

Enfin, nous avons intégré dans la trésorerie ajustée l'avance en compte faite par Dedalus France à Dedalus Italia (1.031k€ au 04/05/20).

¹⁵ Calculé en 4.3.2.4 dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés.

¹⁶ Le CIR 2015 ayant été encaissé en 2019, nous avons pris en compte ce délai de 4 ans entre la comptabilisation du CIR et son encaissement.

¹⁷ Sur la base d'un taux d'impôt sur les sociétés de 25% (taux applicable en France à compter de 2022)

Prise en compte des reports déficitaires dans le calcul de la dette financière nette ajustée

En k€	
Dette financière nette ajustée (avant reports déficitaires)	28 884
Valeur de l'actif d'impôt résultant de l'imputation des déficits reportables (avant synergies) (*)	-5 017
Dette financière nette ajustée (après reports déficitaires)	23 867

(*) Données au 4 mai 2020

(**) Données au 31 décembre 2019

Nous avons retenu dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, en plus de la dette nette ajustée de 28.884k€ telle que déterminée ci-dessus, l'actif correspondant aux économies d'impôts liées aux déficits reportables qui devraient être observées sur la base du plan d'affaires au 31 décembre 2019 (hors synergies). Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels au regard de la réglementation fiscale, l'horizon de l'imputation des déficits étant l'année 2024. La valeur obtenue de 5.017k€ correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette ajustée au 4 mai 2020 de 23.867k€ (hors synergies).

Pour la détermination de la dette financière nette ajustée à retenir, nous avons effectué un second calcul qui intègre les synergies liées au rapprochement avec Agfa.

En k€	
Dette financière nette ajustée (avant reports déficitaires)	28 884
Valeur de l'actif d'impôt résultant de l'imputation des déficits reportables (après synergies) (*)	-5 082
Dette financière nette ajustée (après reports déficitaires)	23 802

(*) Données au 4 mai 2020

(**) Données au 31 décembre 2019

La valeur de la dette nette ajustée s'élève, en intégrant les synergies, à 23.802k€.

4.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

4.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

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

A titre indicatif, l'actif net comptable au 31 décembre 2019 s'élève à 41.196k€, soit une valeur de 0,37€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 90,8% 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.

4.2.2 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 Dedalus France dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

4.2.3 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.

Dedalus France n'a procédé à aucune distribution de dividende au titre des cinq derniers exercices (2015 à 2019) et n'envisage pas de distribuer de dividendes dans les douze prochains mois. Elle n'a, par ailleurs, pas défini de politique particulière de distribution de dividende permettant d'établir une estimation fiable des dividendes anticipés à moyen ou long terme.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Cette méthode nous semble par ailleurs 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.

4.2.4 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 Dedalus France ne faisant l'objet d'un suivi régulier que par un seul analyste financier (Portzamparc), ce qui ne permet pas d'établir un consensus d'analystes sur la valeur de l'action Dedalus France.

Portzamparc recommandait au 30 mars 2020, avant la publication des résultats annuels 2019, la conservation du titre avec un cours cible s'élevant à 0,50€. Le prix d'Offre de 0,70€ extériorise donc une prime de 40% sur le cours cible de Portzamparc.

4.2.5 Référence au prix de revient des titres Dedalus France dans les comptes de Dedalus Italie

La référence au prix de revient des titres consiste à valoriser une société par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par sa société mère, soit Dedalus Italie dans le cas présent.

La valeur brute reflète la valeur des fonds propres de la société à la date d'acquisition des titres, la valeur nette reflétant sa valeur d'acquisition historique diminuée de dépréciations éventuelles permettant de constater la perte de valeur de la société depuis l'acquisition.

Les titres Dedalus France sont détenus, à la date de ce rapport, à hauteur de 81,83% par Dedalus Italie. Cette référence n'est pas pertinente dans le cas présent car elle n'intègre pas les évolutions de la Société depuis les acquisitions par Dedalus Italie des titres de Dedalus France.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre indicatif, la valeur nette des titres Dedalus France chez Dedalus Italie, qui détenait 81,83% de la Société au 31 décembre 2019, s'élevait à 36,2m€ au 31 décembre 2019, soit un prix de revient unitaire de l'action de 0,39€ (soit une prime de 77,8% induite par le prix d'Offre).

4.2.6 Référence aux transactions récentes sur le capital

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

Le 5 décembre 2018 la Société a procédé à une augmentation de capital pour un montant de 9.363.593,70€, réparti en 31.211.979 actions. Cette augmentation de capital, qui a été réalisé à un prix unitaire de 0,30€ par action, remonte à plus de 18 mois et n'intègre pas les évolutions de la Société depuis cette date (acquisitions de Web100T en juillet 2019, évolutions de l'activité historique depuis cette date) ainsi que l'impact du COVID-19.

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

A titre indicatif, le prix d'Offre de 0,70€ extériorise donc une prime de 133% sur le prix unitaire de l'augmentation de capital de décembre 2018

4.2.7 Méthode des transactions comparables

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

Les transactions identifiées comme comparables ont été réalisées avant la pandémie du COVID-19. Cette crise sanitaire mondiale, aux conséquences économiques et financières multiples et impactant fortement l'activité des sociétés dans divers secteurs, rend l'utilisation de cette méthode non pertinente car les multiples obtenus n'intègrent pas l'impact du COVID-19.

Par ailleurs, les agrégats opérationnels historiques de la Société n'intégrant pas l'impact de l'acquisition de Web100T en année-pleine (l'acquisition de la société Web 100T ayant été réalisée en juillet 2019), nous considérons que la mise en œuvre de cette méthode n'est pas pertinente.

Nous présentons toutefois à titre purement informatif notre analyse des transactions qui auraient été considérées comme comparables sans la pandémie de COVID-19 et des multiples extériorisés ci-dessous.

4.2.7.1 *Choix des transactions*

La Société est positionnée sur le secteur des éditeurs de logiciel à destination du secteur de la santé.

Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis fin 2018 sur des sociétés évoluant sur le même secteur d'activité.

Ces transactions présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre en termes de secteur d'activité.

4.2.7.2 *Analyse des transactions*

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des cinq transactions dont les multiples sont présentés à titre indicatif ci-après.

Nous présentons les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA en l'absence d'informations publiques concernant les multiples d'EBIT induits par ces transactions.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Date	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	% acquis	VE/CA	VE/EBITDA
févr.-20	The Citadel Group	Wellbeing Software Group	Royaume-Uni	100%	6,2x	15,8x
janv.-20	Dedalus Holding	Agfa Healthcare IT	Belgique	100%	3,8x	17,6x
janv.-20	AMN Healthcare	Stratus Video	Etats-Unis	100%	4,0x	14,0x
juin-19	Dassault Systèmes	Medidata Solutions	Etats-Unis	100%	7,5x	31,2x
nov.-18	Venias Capital & Evergreen Coast Capital	Athenahealth	Etats-Unis	100%	4,3x	21,3x
Moyenne					5,2x	20,0x
Médiane					4,3x	17,6x

Source : Capital IQ

En raison de la pandémie de COVID-19, l'application des multiples obtenus aux agrégats de la Société n'est pas pertinente car ces multiples ne prennent pas en compte l'impact économique et financier de cette crise sanitaire, raison principale pour laquelle nous n'avons pas retenu cette méthode.

Par ailleurs, le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si le niveau de marge observé sur les transactions comparables est proche de celui de Dedalus. Le multiple d'EBITDA n'est pas applicable en raison de la possible hétérogénéité des méthodes de comptabilisation des frais de recherche et développement entre les sociétés objets des transactions ci-dessus et Dedalus France et de la comptabilisation différente des charges de loyers opérationnels entre les sociétés américaines de l'échantillon publiant leurs comptes en US GAAP (ASC 842) et Dedalus France qui publie en IFRS.

De plus, ces transactions concernent des sociétés dont la taille est plus importante et qui sont relatives à des prises de contrôle externes.

Pour l'ensemble des raisons évoquées, cette méthode n'a pas été retenue pour valoriser la société.

4.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthode et références de valorisation suivantes :

- Référence au cours de bourse,
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.3.1 Référence au cours de bourse

Les actions Dedalus France sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000052623 et ont pour code mnémorique DEDAL.

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

4.3.1.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance, l'actionnariat de Dedalus France se répartit au 30 avril 2020 comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote réels
Dedalus Italia	92 130 041	81,83%	92 130 041	82,04%
Consorts Hofmann	1 778 000	1,58%	1 778 000	1,58%
Management et salariés	786 866	0,70%	786 866	0,70%
Public	17 597 588	15,63%	17 597 588	15,67%
Actions propres détenues par Dedalus France	297 134	0,26%		
Total	112 589 629	100,00%	112 292 495	100,00%

Source : projet de note d'information établi par Dedalus Italia s.p.A.

Le capital flottant représente 15,63% du capital, soit 17.597.588 actions.

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

Analyse de la liquidité de l'action Dedalus France				
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	938 675	17 834 820	16%	101%
Moyenne 3 mois	395 217	24 108 248	21%	137%
Moyenne 6 mois	203 080	25 181 898	22%	143%
Moyenne 9 mois	137 097	26 048 366	23%	148%
Moyenne 1 an	107 299	27 361 127	24%	155%

Source : Euronext, Capital IQ, 15/05/2020

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² 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 et plus particulièrement lors des derniers mois. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 107 milliers de titres (moyenne 1 an) et 939 milliers de titres (moyenne 1 mois), illustrant une forte hausse de la liquidité au cours des derniers mois et notamment depuis le début du deuxième trimestre 2020.

A titre de comparaison, les volumes moyens quotidiens échangés sur l'année 2019 s'élevaient seulement à 17 milliers de titres.

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 27 millions d'actions, soit environ le quart du nombre total de titres et près de 1,5 fois le flottant.

Sur le dernier mois qui précède le 15 mai 2020, dernière journée d'échanges avant la suspension du cours de bourse dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, le nombre total de titres échangés représente 16% du nombre total de titres et 101% du flottant. Durant cette période particulière caractérisée par l'annonce des résultats 2019 de la Société et dans un contexte de crise du COVID-19, les volumes moyens quotidiens étaient particulièrement élevés. Ainsi, environ 18 millions de titres ont été échangés durant cette période.

Comme c'est le cas pour de nombreuses sociétés plus ou moins en lien avec le domaine de la santé, le cours de bourse de Dedalus France présente un caractère spéculatif durant la crise de COVID-19, se caractérisant par des amplitudes significatives de son cours à la hausse comme à la baisse et des volumes échangés importants.

Au regard de ces données et malgré la taille relativement réduite du capital flottant (15,63%) et des échanges erratiques observés le dernier mois, le titre Dedalus France, qui fait l'objet d'échanges réguliers et importants sur son flottant depuis quelques mois, présente une liquidité suffisante pour retenir cette référence à titre principal.

Nous retiendrons par conséquent cette méthode à titre principal, le cours de bourse constituant par ailleurs une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

4.3.1.2 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

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



La publication des résultats 2016 le 6 avril 2017 affichant une croissance du chiffre d'affaires de 5,4% par rapport à 2015 et un résultat opérationnel courant négatif n'a pas eu d'effet particulier sur le cours de bourse de Dedalus France, celui-ci ayant poursuivi sa tendance antérieure à l'annonce des résultats, fluctuant ainsi entre 0,39€ et 0,43€ jusqu'à fin mai 2017. A compter de juin 2017, le cours de bourse de la Société a connu une progression importante pour fluctuer entre 0,42€ et 0,47€. Le 31 juillet 2017, lendemain de l'annonce de l'acquisition de Netika par la Société, le cours de bourse de la Société a augmenté d'environ 7% puis est resté à ce niveau légèrement en deçà des 0,50€ jusqu'à fin septembre 2017.

Par la suite, le cours de bourse de la Société a connu une tendance baissière jusqu'à mi-décembre 2017, la publication fin septembre 2017 des résultats du premier semestre 2017, affichant une décroissance du chiffre d'affaires de 3,8% par rapport aux résultats du premier semestre 2016 (principalement due à un marché export en retrait de 11% par rapport à 2016) n'ayant pas eu d'effet notable sur le cours.

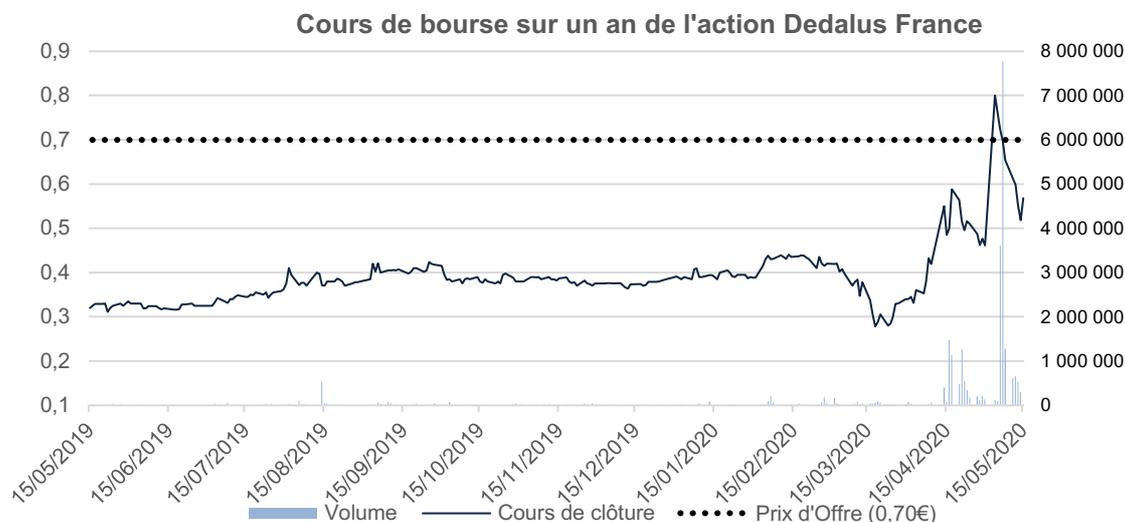
Postérieurement à l'augmentation de capital de 16m€ réalisé au prix de 0,38€ et clôturée le 18 décembre 2017, le cours a ensuite connu un rebond important (de plus de 20%) jusque mi-janvier 2018 avant de se stabiliser (entre 0,40€ et 0,43€) jusqu'en mi-juin 2018 dans un contexte de publication fin avril 2018 des résultats 2017 affichant une croissance de l'activité de 6% et amélioration de la perte opérationnelle courante permettant au cours de progresser de 8% le 30 avril 2018 (0,43€).

Malgré un petit rebond début novembre 2018, la tendance était généralement baissière sur le second semestre 2018 en dépit des annonces des résultats semestriels 2018 fin septembre 2018 et des acquisitions de DL Santé et Infologic-Santé respectivement les 8 et 18 octobre 2018. Le cours s'établissait alors à un niveau proche de 0,30€, prix auquel s'est réalisée l'augmentation de capital de 9m€ clôturée le 3 décembre 2018.

Dès la mi-janvier 2019 et jusqu'à fin septembre 2019, le cours de bourse a connu une tendance haussière dans un contexte de publication des résultats annuels de 2018 en avril 2019, affichant une progression du chiffre d'affaires à périmètre constant de 15,1% par rapport à l'année 2018. Durant cette période, le groupe Dedalus, après avoir annoncé la création d'une division robotique

début mai 2019, a poursuivi sa stratégie de croissance externe avec l'acquisition d'une participation de 60% dans Softech par Dedalus Italia S.p.A en juin 2019 et l'acquisition de Web100T par Dedalus France en juillet 2019.

Au cours de la dernière année, le cours de bourse de Dedalus France a évolué comme suit.

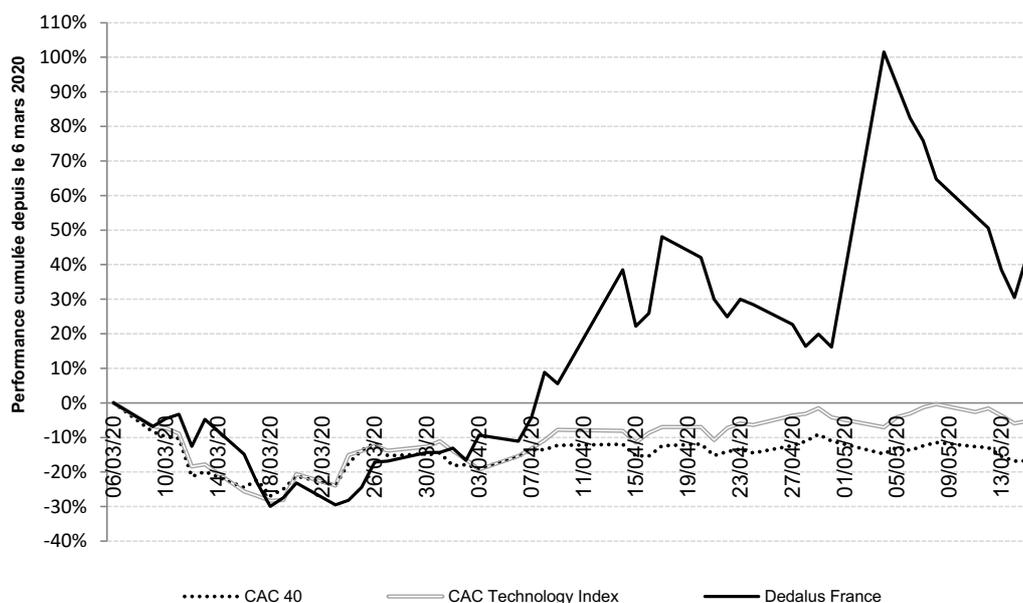


Sur la période allant du début octobre 2019 à fin janvier 2020, le cours de bourse de la Société est resté relativement stable, oscillant entre 0,36€ et 0,41€ avec des volumes d'échanges limités.

A compter du début février 2020, le cours de la Société a connu un rebond et est resté au-dessus des 0,40€ jusqu'au 9 mars 2020, date du début des fortes baisses constatées sur les marchés boursiers liées à la conjoncture exceptionnelle (chute du pétrole et coronavirus). Ainsi, le cours de bourse de Dedalus France a atteint son niveau le plus bas durant la crise sanitaire et économique du COVID-19 le 18 mars 2020 où il a clôturé à 0,28€.

Fin mars 2020, le cours de bourse de la Société a connu un léger rebond en lien avec celui des marchés boursiers. L'évolution du cours de Dedalus France semble, dans un premier temps, corrélée au rebond des marchés boursiers avant de connaître une forte hausse début avril 2020, et atteindre 0,59€ le 17 avril 2020, soit une hausse de 211% par rapport au plus bas constaté le 18 mars 2020 contre une hausse du CAC 40 et du CAC Technology Index d'environ 20% et 30% respectivement sur la même période, comme le témoigne le tableau ci-dessous :

Evolution du cours de bourse depuis le 6 mars 2020 de Dedalus France



Suite à la publication des résultats 2019 le 30 avril 2020 affichant une forte croissance du chiffre d'affaires de la Société, de l'ordre de 21% par rapport à 2018, portée par un rebond d'activité des Groupements Hospitaliers de Territoire (GHT) et la signature d'un important contrat avec une clinique libanaise comprenant la vente d'un robot de bloc opératoire qui a contribué à hauteur de 2.740k€ au chiffre d'affaires 2019, le cours de bourse de Dedalus France a très fortement augmenté la journée du 4 mai 2020 (journée de cotation suivant l'annonce des résultats), avec une hausse de 74% en une seule journée, pour clôturer à 0,80€. Environ 3,6 millions de titres se sont échangés sur cette seule journée.

Le 5 mai 2020, près de 7,8 millions de titres ont été échangés avec environ 5.000 échanges réalisés au cours de la journée de cotation. Après avoir été échangé jusque 0,988€ durant la journée, le cours de bourse a clôturé à 0,76€.

Le cours de Dedalus France a commencé une descente progressive à compter du 5 mai 2020 pour s'établir à 0,52€ le 14 mai 2020, soit une baisse de 65% entre le cours de clôture du 4 mai 2020 et celui du 14 mai 2020. Le titre Dedalus France peut donc être considéré comme une valeur spéculative pour un certain nombre d'investisseurs ayant pour conséquence des fluctuations importantes du cours de bourse dans le contexte actuel de la crise sanitaire et économique du COVID-19. La volatilité observée sur le titre Dedalus France résulte notamment des incertitudes sur l'impact de cette crise sanitaire et de probables spéculations de certains investisseurs sur les sociétés qui pourraient en tirer profit pour accroître leur activité et augmenter leur rentabilité.

Le dernier cours de clôture au 15 mai 2020, soit la dernière journée d'échanges avant la suspension du cours de bourse et l'annonce de l'opération au marché, s'élève à 0,57€.

Nous présentons ci-après deux approches des moyennes de cours de bourse :

- Les cours de clôture pondérés par les volumes (les cours de clôtures journaliers pondérés par les volumes journaliers)
- Les cours de bourse moyen pondérés par les volumes (la totalité des flux sur la période)

Les tableaux ci-dessous présentent les cours de clôture et cours de bourse moyen pondérés par les volumes à différents horizons sur la base du cours de clôture au 15 mai 2020, dernier cours précédant la remise de notre rapport et l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée de l'Initiateur au prix de 0,70€.

Cours de clôture pondérés par les volumes

	€/action	Prime/décote extériorisée ¹ en %
Cours de clôture (le 15 mai 2020)	0,57	23%
CMPV* 20 jours	0,71	-1%
CMPV* 60 jours	0,66	7%
CMPV* 6 mois	0,65	8%
CMPV* 9 mois	0,64	10%
CMPV* 1 an	0,62	12%
<i>Max cours de clôture 1 an</i>	<i>0,80</i>	<i>-13%</i>
<i>Min cours de clôture 1 an</i>	<i>0,28</i>	<i>152%</i>

¹ prime/décote calculée par rapport au prix d'Offre de 0,70€

* Cours de clôture pondéré par les volumes

Source : Euronext, Capital IQ, 15/05/2020

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 0,62€ (moyenne 1 an) et 0,71€ (moyenne 20 jours).

Cours de bourse moyen pondérés par les volumes

	€/action	Prime/décote extériorisée ¹ en %
Cours de clôture (le 15 mai 2020)	0,57	23%
CMPV* 20 jours	0,73	-4%
CMPV* 60 jours	0,68	4%
CMPV* 6 mois	0,66	5%
CMPV* 9 mois	0,66	7%
CMPV* 1 an	0,64	9%
<i>Max cours moyen 1 an</i>	<i>0,87</i>	<i>-20%</i>
<i>Min cours moyen 1 an</i>	<i>0,25</i>	<i>180%</i>

¹ prime/décote calculée par rapport au prix d'Offre de 0,70€

* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Euronext, Capital IQ, 15/05/2020

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 0,64€ (moyenne 1 an) et 0,73€ (moyenne 20 jours).

Le prix proposé de 0,70€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse (à l'exception de la moyenne 20 jours). Ces primes sont comprises entre 4% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 60 jours) et 9% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 1 an). En revanche, il présente une légère décote de 4% sur le cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours.

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours du cours moyen pondéré par les volumes qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue. Il convient cependant de noter que ces moyennes intègrent fortement, par le biais de la pondération par les volumes, les échanges très importants des journées du 4 et 5 mai 2020 et la forte volatilité observée ces jours-là qui résulte notamment des annonces des résultats annuels de la société et des spéculations sur les valeurs liées au domaine de la santé dans le contexte COVID-19. Nous retiendrons également la référence au cours de bourse spot au 15 mai 2020 qui n'intègre pas le caractère spéculatif des journées du 4 et 5 mai 2020.

A noter que Portzamparc, seul analyste connu par nous-même suivant le titre Dedalus France, recommandait au 30 mars 2020, avant la publication des résultats annuels 2019, la conservation du titre avec un cours cible s'élevant à 0,50€. Le prix d'Offre de 0,70€ extériorise donc une prime de 40% sur le cours cible de Portzamparc, seul analyste suivant le titre Dedalus France.

4.3.2 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

4.3.2.1 *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'en 2023 d'après le business plan construit en avril 2020 par la direction de la Société et approuvé en Comité d'Administration sur la base des résultats observés sur l'année 2019 et d'un budget 2020 intégrant l'impact du COVID-19, puis estimés jusqu'en 2026 sur la base d'hypothèses que nous avons retenues en concertation avec le management de la Société et le comité Ad hoc.

4.3.2.2 *Analyse du business plan de Dedalus France*

Chiffre d'affaires

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires se fondent sur les hypothèses principales suivantes :

- la hausse importante des ventes de logiciels projetées avec un taux de croissance annuel moyen d'environ 11,5% ;
- la légère hausse de la maintenance à hauteur d'environ 2,5% par an ;
- la croissance des services professionnels (environ 5,0% de croissance annuelle moyenne)

De ce fait, le chiffre d'affaires de Dedalus France devrait connaître un taux de croissance annuel moyen d'environ 4,8% sur la période 2020-2023. Ces variations projetées par le management intègrent notamment (i) la croissance de l'activité « dossier patients », en lien avec l'acquisition en 2019 de Web100T, (ii) la poursuite de la croissance sur le segment des laboratoires spécialisés en anathomatopatologie sur lequel Dedalus est leader à la suite des acquisitions réalisées en 2018 et (iii) la poursuite du développement de panels d'activités additionnels permettant de générer des ventes de services et de logiciels complémentaires notamment matérialisées via la vente de robots innovants de chimiothérapie et de modules complémentaires sur les logiciels existants.

Le développement du chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires résulte ainsi principalement des stratégies prévues en France à la fois sur le marché des établissements hospitaliers et sur le marché du diagnostic et des laboratoires d'analyse. Le management ne prévoit ainsi pas de croissance significative en dehors du territoire français.

L'évolution du chiffre d'affaires semble ainsi en cohérence avec la situation actuelle de la Société et le fait que Dedalus évolue sur un marché de renouvellement principalement dépendant des regroupements de clients (laboratoires/groupements hospitaliers).

Sur la période d'extrapolation (2024-2026), le chiffre d'affaires intègre un ralentissement de croissance progressif pour tendre vers 2,5% à l'horizon du plan, ce taux de croissance ayant été retenu pour la détermination du flux normatif.

Les prévisions de croissance sur le plan d'affaires (2020-2023) et sur la période extrapolée (2024-2026) n'incluent pas d'opérations de croissances externes par ailleurs à ce jour et sont bâties sur une croissance organique de l'entreprise.

Analyse de la marge d'EBITDA¹⁸

L'EBITDA présenté dans le plan d'affaires de Dedalus France n'intègre pas de retraitement lié à la norme IFRS16, les loyers étant présentés en charges externes et la charge locative ainsi intégrée à l'EBITDA.

L'ambition du management consiste à améliorer la rentabilité opérationnelle à l'échelle du groupe sur la période 2020-2023 pour atteindre un taux de marge d'EBITDA de 21,3% en 2023, soit une hausse de 1,5 points par rapport au niveau à fin 2019 (19,9% dans les comptes proforma).

Cette légère hausse de la marge d'EBITDA s'explique principalement par :

- la hausse du chiffre d'affaires et le mix produits notamment impacté par la vente de robots ;
- la conservation d'un niveau de charges de structure relativement constant ;
- l'élasticité des dépenses de personnel avec le chiffre d'affaires en lien avec le besoin constant pour la Société de disposer du personnel en mesure de répondre aux besoins de développement produit et de services professionnels à apporter à sa clientèle.

Sur la période extrapolée, l'EBITDA augmente en valeur absolue et reste stable en valeur relative en lien avec la hausse du chiffre d'affaires.

Analyse de la marge d'EBIT¹⁹

L'EBIT prévisionnel de Dedalus France correspond à son EBITDA diminué des dotations aux amortissements.

Le CIR et les subventions d'investissements ont été projetés sur le plan d'affaires à leur niveau constaté sur les comptes 2019 proforma et intégrés en déduction des amortissements.

La marge d'EBIT devrait atteindre environ 11,6% à l'horizon 2023, les amortissements représentant 7,7% du chiffre d'affaires en 2023. A compter de 2024, sur la période d'extrapolation, le taux de marge d'EBIT devrait évoluer en ligne avec l'EBITDA et progresser pour atteindre 14,0% en 2027 (flux normatif), les amortissements représentant 7,0% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires extrapolé.

Impôt normatif

Le business plan communiqué par le management intègre l'utilisation des déficits reportables au sein du business plan. Dans notre méthode de valorisation, cet actif d'impôt fait l'objet d'une valorisation par ailleurs. De fait, en accord avec le management, nous avons appliqué sur l'EBIT les taux d'imposition tels que défini par la loi de Finances 2020 soit un taux d'imposition de 28,9% en 2020, 27,4 en 2021 et 25,8% en 2022 et 2023.

Ces taux intègrent le taux d'imposition normatif conformément à la loi de Finances 2020 (28% en 2020, 26,5% en 2021 puis 25% à partir de 2022) ainsi que la contribution sociale de 3,33% de l'impôts sur les sociétés payé pour les sociétés payant plus de 763k€ d'impôts.

Sur la période d'extrapolation du business plan (2024-2026), nous avons retenu un taux d'imposition de 25,8%, taux d'impôt qui devrait être observé à compter de 2022 en France conformément à la loi de Finances 2020.

Analyse du plan d'investissements

Sur la période du business plan (2020-2023) ainsi que sur le long-terme, la Société entend conserver un niveau important de dépenses de développement via ses équipes internes afin de continuer à proposer à ses clients des logiciels intégrant les nouvelles évolutions technologiques et des fonctionnalités toujours plus adaptées aux besoins clients.

¹⁸ Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation and Amortization

¹⁹ Earnings Before Interest & Taxes

De fait, les investissements de R&D sont projetés à leur niveau historique (entre 6% et 7% du chiffre d'affaires) sur la période du plan d'affaires et atteignent environ 6,0% du chiffre d'affaires à l'horizon 2026.

Par ailleurs, la Société ne prévoit pas d'investissements corporels significatifs sur la période du plan d'affaires. Les investissements corporels devraient rester stables à moins de 1% du chiffre d'affaires toute la période du plan d'affaires et d'extrapolation, soit un niveau proche de celui observé en 2019.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR (hors créances de CIR-CICE) a été développée dans la première partie de notre rapport.

Les prévisions de BFR de la Société sur la période du plan d'affaires (2020-2023) intègrent la variation des créances clients ainsi que la variation des dettes fournisseurs.

Les créances clients ont été positionnées en augmentation significative avec une variation annuelle moyenne égale à 110% de la variation de chiffre d'affaires. Cette augmentation du délai de règlement client s'explique par :

- l'intégration de plus en plus fréquente de décalage de facturation sur certains marchés publics (la facturation peut ainsi s'étaler sur 5 ou 7 ans), cette condition devant être respectée pour remporter l'appel d'offre.
- la dégradation des conditions de paiement sur certains clients.

La progression du délai de règlement clients a été ralentie sur la période d'extrapolation (2024-2026) dans une approche volontariste concernant la capacité de la Société à améliorer sa gestion du poste clients.

Les dettes fournisseurs ont été projetées par le management sur la base du niveau constaté à fin 2019 soit 41 jours de chiffre d'affaires. Nous avons maintenu ce niveau sur la période extrapolée (2024-2026).

En accord avec la Société, nous avons intégré une modélisation du BFR non-opérationnel, principalement composé des dettes sociales et fiscales ainsi que des produits constatés d'avance. Le niveau observé du BFR non-opérationnel à fin 2019 s'élève à -85 jours de chiffre d'affaires. Nous avons maintenu ce niveau sur toute la durée du plan d'affaires (2020-2023) et sur la période extrapolée (2024-2026).

Les hypothèses de variation du BFR reposent en synthèse sur une hausse du BFR de 8,8m€ entre 2019 et 2023.

Evolution du ROCE²⁰

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du ROCE sur la durée du business plan et de son extrapolation.

En m€	BP2020	BP2021	BP2022	BP2023	BP2024	BP2025	BP2026	Normatif
	Plan d'affaires				Extrapolation			
ROCE	9,1%	10,2%	9,7%	10,3%	12,0%	12,3%	12,6%	13,0%

Le niveau de ROCE est en augmentation et traduit le caractère vraisemblable et volontariste du business plan.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée, les hypothèses du plan d'affaires semblent relativement volontaristes à l'horizon du plan d'affaires en matière de croissance de l'activité et de progression de la rentabilité. En effet, ces hypothèses se fondent sur une croissance du chiffre d'affaires continue qui reste cohérente avec le niveau historique de croissance organique

²⁰ Return On Capital Employed

observée ces dernières années, bien que le marché dans lequel évolue Dedalus France soit un marché de renouvellement sans opportunité de croissance significative. De même, l'extrapolation que nous avons effectuée en concertation avec le management et le comité Ad hoc reste fondée sur des hypothèses volontaristes, notamment un taux de croissance à l'infini de 2,5% du chiffre d'affaires.

Les hypothèses de marge d'EBIT sont également raisonnables au regard du niveau observé sur 2019 (proforma) et intègrent notamment à l'horizon normatif une progression d'environ 3 points de marge d'EBIT par rapport à 2020.

Les hypothèses du business plan, au regard des perspectives de la Société et de la réalisation du 1^{er} trimestre 2020 en ligne avec les prévisions 2020 du plan d'affaires, peuvent être considérées comme cohérentes et vraisemblables.

4.3.2.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2020 – 2023 et de l'extrapolation effectuée sur la période 2024-2026, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

EBIT
- Impôt normatif
+ Amortissements
- Investissements
- Variation du BFR
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} juin 2020.

4.3.2.4 Détermination du taux d'actualisation (où coût moyen pondéré du capital)

4.3.2.4.1 Approche court terme

Calcul du CMPC		
		Court terme
Taux sans risque	(1)	0,02%
Prime de risque du marché	(2)	9,03%
Bêta désendetté	(3)	0,78
D/E	(4)	13%
Bêta réendetté	(5)	0,85
Prime de taille	(6)	2,85%
Coût des fonds propres	(7)	10,56%
Coût de la dette avant impôt	(8)	3,00%
Taux d'impôt	(9)	28,0%
Coût de la dette après impôts		2,16%
D/(D+E)		11%
E/(D+E)		89%
Coût moyen pondéré du capital	(10)	9,60%
(1) Taux des OAT 10 ans - moy. 1 mois au 12/05/2020	(6) Moyenne Ibbotson et CCEF	
(2) Fairness Finance au 30/04/2020	(7) Formule du MEDAF	
(3) Bêta 1 an des sociétés comparables	(8) Coût de la dette de la Société	
(4) Gearing médian des sociétés comparables	(9) Taux d'imposition d'après Loi Finances 2020	
(5) Formule de Hamada	(10) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$	

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme (données de marché actuelles) s'élève à 9,60%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 12 mai 2020 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 0,02% ;
- une prime de risque du marché actions France de 9,03%. Celle-ci correspond à la prime calculée par Fairness Finance à fin avril 2020 ;
- 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 0,78 retenu correspond à la moyenne des bêtas 1 an des sociétés cotées comparables à Dedalus France affichant un coefficient de détermination R² supérieur à 10% parmi lesquelles figurent Lectra, Cegedim, Visiativ, Pharmagest, EMIS Group, Nexus et GPI) ;
- le gearing de 13% correspondant à l'endettement moyen des sociétés côtés comparables à Dedalus France considéré comme le niveau normatif d'endettement de Dedalus France ;
- la prime de taille retenue (2,85%) est fondée sur la moyenne de l'étude internationale de Roger Ibbotson (publié par Duff & Phelps) 2019 qui fait référence en la matière et de celle de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers en janvier 2020. 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
- le coût de la dette après impôt de 2,16% sur la base d'un coût de la dette de la Société avant impôt de 3,00% correspondant au taux moyen d'endettement de Dedalus France.

4.3.2.4.2 Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à plus long terme (2 ans) afin d'extérioriser l'impact de la crise sanitaire et financière actuelle sur la prime de risque et le coût du capital :

Calcul du CMPC		
		Long terme
Taux sans risque	(1)	0,30%
Prime de risque du marché	(2)	8,28%
Bêta désendetté	(3)	0,71
D/E	(4)	13%
Bêta réendetté	(5)	0,77
Prime de taille	(6)	2,85%
Coût des fonds propres	(7)	9,5%
Coût de la dette avant impôt	(8)	3,00%
Taux d'impôt	(9)	28,0%
Coût de la dette après impôts		2,16%
D/(D+E)		11%
E/(D+E)		89%
Coût moyen pondéré du capital	(10)	8,69%
(1) Taux des OAT 10 ans - moy. 2 ans au 12/05/2020	(6) Moyenne Ibbotson et CCEF	
(2) Fairness Finance - moy. 2 ans au 30/04/2020	(7) Formule du MEDAF	
(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables	(8) Coût de la dette de la Société	
(4) Gearing médian des sociétés comparables	(9) Taux d'imposition d'après Loi Finances 2020	
(5) Formule de Hamada	(10) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$	

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 2 ans de l'OAT 10 ans (0,30%),
- La prime de risque retenue (8,28%) correspond à la moyenne sur 2 ans de la prime calculée par Fairness Finance :
- Le bêta retenu est de 0,71 et correspond à la moyenne de l'échantillon observé sur 5 ans.

Le taux d'actualisation résultant de notre approche long terme s'élève ainsi à 8,69%,

4.3.2.4.3 Conclusion sur le taux d'actualisation retenu

Nous retiendrons en synthèse un taux d'actualisation correspondant à la moyenne entre l'approche court terme (9,60%) et l'approche long terme (8,69%) et qui s'établit à 9,14%.

Calcul du CMPC	
CMPC - Court terme	9,60%
CMPC - Long terme	8,69%
CMPC - Moyenne	9,14%

Aucune prime spécifique liée à la réalisation du Business Plan ou à la réalisation des synergies n'a été prise en compte.

Le taux retenu est, pour information, inférieur à celui retenu dans les tests de dépréciation (11%).

4.3.2.5 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon extrapolé du business plan (2026) 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 2,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme ;
- Des niveaux de marge d'EBITDA et d'EBIT respectivement de 21,3% et 14,0% du chiffre d'affaires correspondant à un niveau de marge proche de celui retenu sur la dernière année du business plan extrapolé (2026) ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,8% équivalent à celui retenu à l'horizon de la période extrapolée (2026) et correspondant au taux d'impôt anticipé en France à compter de 2022 ;
- Un niveau d'investissement égal à celui des amortissements à l'infini ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement projetée sur la base du taux de croissance à l'infini.

4.3.2.6 Résultats sur la base du plan d'affaires hors synergies

Synthèse de l'évaluation par la méthode DCF	
Somme des flux de trésorerie actualisés (m€)	24,6
Valeur terminale actualisée (m€)	57,7
Valeur d'entreprise (m€)	82,3
Dette nette ajustée (m€)	(23,9)
Valeur des fonds propres (m€)	58,4
Nombre d'actions (en millions)	112,3
Valeur de l'action Ariane (en €)	0,52 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	34,5 %

La valeur des fonds propres de Dedalus France, sur la base du plan d'affaires hors synergies, s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 58,4m€.

La valeur unitaire de l'action Dedalus France s'élève selon cette méthode à 0,52€. Le prix d'Offre de 0,70€ induit une prime de 34,5% sur la valeur obtenue par cette méthode.

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes, sur la base du plan d'affaires hors synergies :

		CMPC		
		8,64%	9,14%	9,64%
Taux de croissance à l'infini	2,00%	0,53 €	0,48 €	0,43 €
	2,50%	0,58 €	0,52 €	0,47 €
	3,00%	0,64 €	0,57 €	0,51 €

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 0,47€ (taux de croissance à l'infini de 2,5% et taux d'actualisation de 9,64%) et 0,58€ (taux de croissance à l'infini de 2,5% et taux d'actualisation de 8,64%).

4.3.2.7 Résultats sur la base du plan d'affaires incluant les synergies identifiées

Synthèse de l'évaluation par la méthode DCF	
Somme des flux de trésorerie actualisés (m€)	29,1
Valeur terminale actualisée (m€)	63,1
Valeur d'entreprise (m€)	92,2
Dette nette ajustée (m€)	(23,8)
Valeur des fonds propres (m€)	68,3
Nombre d'actions (en millions)	112,3
Valeur de l'action Ariane (en €)	0,61 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	15,0 %

La valeur des fonds propres de Dedalus France, sur la base du plan d'affaires intégrant les synergies identifiées, s'élève selon cette méthode à 68,3m€.

La valeur unitaire de l'action Dedalus France s'élève selon cette méthode à 0,61€. Le prix d'Offre de 0,70€ induit une prime de 15,0% sur la valeur obtenue par cette méthode.

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes, sur la base du plan d'affaires incluant les synergies identifiées :

		CMPC		
		8,64%	9,14%	9,64%
Taux de croissance à l'infini	2,00%	0,62 €	0,56 €	0,51 €
	2,50%	0,68 €	0,61 €	0,55 €
	3,00%	0,74 €	0,66 €	0,59 €

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 0,55€ (taux de croissance à l'infini de 2,5% et taux d'actualisation de 9,64%) et 0,68€ (taux de croissance à l'infini de 2,5% et taux d'actualisation de 8,64%).

4.4 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

4.4.1 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

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

Cette méthode de valorisation n'a été retenue qu'à titre secondaire car d'une part, bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, à celle de Dedalus France, aucune des sociétés des échantillons ne constitue une référence directement pertinente pour Dedalus France compte tenu de l'hétérogénéité des différentes sociétés retenues en termes de taille, de croissance et de rentabilité.

Par ailleurs, avec la survenance récente du COVID-19 et ses conséquences économiques et financières multiples, nous constatons une volatilité accrue sur les cours de bourse des sociétés retenues et des incertitudes sur leurs prévisions d'activité, certaines sociétés n'ayant pas encore communiqué sur les impacts du COVID-19 sur leur activité rendant ainsi les prévisions des analystes très incertaines.

Par conséquent, l'application des multiples boursiers prospectifs observés sur les sociétés comparables présente une pertinence limitée. Nous avons néanmoins retenu cette méthode à titre secondaire, les sociétés retenues présentant des activités relativement proches à celles de Dedalus France et cette méthode étant une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires minoritaires.

4.4.1.1 *Echantillon des sociétés comparables retenues*

Dedalus France est un éditeur français de logiciels médicaux à destination des établissements de santé publics et privés. Le groupe propose des logiciels d'imagerie médicale et de radiologie, des logiciels de gestion des dossiers (de patients et de soins infirmiers), des prescriptions médicales connectées, de la pharmacie hospitalière, des unités médicales et des laboratoires.

Afin de valoriser la Société avec l'approche la plus fine possible, en intégrant à la fois les spécificités des éditeurs français de logiciels (software) ainsi que les spécificités des éditeurs de logiciel dans le domaine de la Santé, nous avons construit deux échantillons distincts de sociétés comparables à Dedalus France. Ils ont été obtenus à partir des analyses que nous avons effectuées au cours de nos travaux.

Le premier échantillon se compose de sociétés françaises de petites et moyennes capitalisations opérant principalement dans l'activité d'édition de logiciel en France. Nous avons identifié cinq sociétés que sont Cegedim, Axway Software, Linedata Services, EasyVista et Visiativ.

Le second échantillon se compose de sociétés de moyennes capitalisations opérant principalement dans l'activité d'édition de logiciel spécialisés dans le secteur de la Santé et inclut des sociétés exclusivement européennes. Nous avons identifié cinq sociétés que sont Pharmagest Interactive, EMIS Group, Nexus AG, GPI et Instem.

Nous rappelons que concernant les deux échantillons, bien qu'intégrant des sociétés ayant une activité proche de celle de Dedalus France, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Dedalus France compte tenu de la taille, de la croissance et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

4.4.1.1.1 *Echantillon 1 : éditeurs français de logiciel*

Echantillon 1 - éditeurs français de logiciel	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2019 (en m€)
Cegedim SA	France	377	504
Axway Software SA	France	305	300
Linedata Services S.A.	France	155	170
EasyVista S.A.	France	93	46
Visiativ SA	France	86	208
Moyenne		203	245
Médiane		155	208

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 15/05/2020

Nous avons retenu cinq sociétés françaises comparables à Dedalus France opérant principalement dans l'édition de logiciel :

- Cegedim (France) est une société spécialisée dans la conception de logiciels, la collecte, le traitement et la diffusion de données dans l'écosystème de la santé. La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 504m€ en 2019.
- Axway Software (France) est une société spécialisée dans l'édition de solutions informatiques ainsi que dans la transformation digitale. La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 300m€ en 2019.
- Linedata Services (France) est une société spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels destinés au secteur de la finance. La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 170m€ en 2019.
- EasyVista (France) est une société spécialisée dans l'édition et la commercialisation de logiciels de gestion des infrastructures informatiques (IT Management). La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 46m€ en 2019.
- Visiativ (France) est une société spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels collaboratifs dédiés à la transformation numérique des entreprises. La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 208m€ en 2019.

4.4.1.1.2 Echantillon 2 : éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé

Echantillon 2 - éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2019 (en m€)
Pharmagest Interactive SA	France	934	159
EMIS Group plc	Royaume-Uni	735	188
Nexus AG	Allemagne	534	151
GPI SpA	Italie	112	241
Instem plc	Royaume-Uni	85	30
Moyenne		480	154
Médiane		534	159

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 15/05/2020

Nous avons retenu cinq sociétés comparables à Dedalus France opérant principalement dans l'édition de logiciel sur le secteur de la santé et évoluant en Europe :

- Pharmagest Interactive (France) est une société spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels destinés aux pharmacies, aux laboratoires et aux maisons de retraite. La société est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est élevé à 159m€ en 2019.
- EMIS Group (Royaume-Uni) est une société spécialisée dans l'édition de logiciel de soins de santé, des technologies de l'information et des services connexes. La société est cotée sur le London Stock Exchange et son chiffre d'affaires s'est élevé à 188m€ en 2019.
- Nexus AG (Allemagne) est une société spécialisée dans l'édition de logiciels pour le secteur des soins de santé, notamment pour les hôpitaux. La société est cotée sur le XETRA et son chiffre d'affaires s'est élevé à 151m€ en 2019.
- GPI (Italie) est une société spécialisée dans la conception de logiciels pour les secteurs de la santé et de l'assistance sociale. La société est cotée sur le New-York Stock Exchange et son chiffre d'affaires s'est élevé à 241m€ en 2019.
- Instem (Royaume-Uni) est une société spécialisée dans l'édition d'applications de technologie de l'information (TI) pour le marché des soins de santé. La société est cotée sur le London Stock Exchange et son chiffre d'affaires s'est élevé à 30m€ en 2019.

4.4.1.2 Analyse des comparables boursiers

4.4.1.2.1 Echantillon 1 : éditeurs français de logiciel

Les taux de croissance de chiffre d'affaires et de marge d'EBIT en 2020, 2021 et 2022 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-dessous :

Echantillon 1 - éditeurs français de logiciel	Croissance du chiffre d'affaires			Marge d'EBIT		
	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2020	2021	2022
Cegedim SA	2,6%	4,9%	2,5%	7,2%	8,4%	7,8%
Axway Software SA	-4,3%	1,7%	2,1%	6,7%	10,6%	12,8%
Linedata Services S.A.	-3,4%	0,5%	1,6%	15,9%	16,5%	16,4%
EasyVista S.A.	-8,7%	17,7%	n.c	10,6%	17,7%	n.c
Visiativ SA	-3,0%	2,3%	n.c	4,7%	5,9%	n.c
Moyenne	-3,4%	5,4%	2,1%	9,0%	11,8%	12,3%
Médiane	-3,4%	2,3%	2,1%	7,2%	10,6%	12,8%
Dedalus France (moyenne 3 ans)		4,8%			11,3%	

Source: Capital IQ en date du 15/05/2020

n/c : non communiqué

Le taux de croissance moyen de chiffre d'affaires généré par Dedalus France sur 2019-2022 est supérieur aux taux de croissance médians de cet échantillon que nous avons retenu sur la période 2019-2022.

On peut noter que le taux de marge d'EBIT moyen de Dedalus France sur la période 2020-2022 est projeté à un niveau comparable à ceux des comparables que nous avons retenu sur cette même période.

4.4.1.2.2 Echantillon 2 : éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé

Les taux de croissance de chiffre d'affaires et de marge d'EBIT des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-dessous :

Echantillon 2 - éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé	Croissance du chiffre d'affaires			Marge d'EBIT		
	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2020	2021	2022
Pharmagest Interactive SA	3,9%	9,9%	n.c	25,4%	26,6%	n.c
EMIS Group plc	-5,6%	3,6%	3,4%	23,8%	24,7%	25,9%
Nexus AG	4,1%	7,2%	6,0%	13,8%	15,5%	17,1%
GPI SpA	0,5%	6,1%	1,3%	6,6%	7,0%	6,9%
Instem plc	9,7%	7,0%	n.c	16,1%	16,6%	n.c
Moyenne	2,5%	6,8%	3,6%	17,1%	18,1%	16,6%
Médiane	3,9%	7,0%	3,4%	16,1%	16,6%	17,1%
Dedalus France (moyenne 3 ans)		4,8%			11,3%	

Source: Capital IQ en date du 15/05/2020

n/c : non communiqué

Les taux de croissance médians et moyens de l'échantillon sont en moyenne relativement proche de ceux de la société sur la période analysée.

Par ailleurs, on constate que le taux moyen de marge d'EBIT généré par Dedalus France sur la période 2020-2022 est inférieur aux taux de marge moyens et médians de cet échantillon sur cette même période.

4.4.1.3 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. 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 éditeurs de logiciel.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité, pour les sociétés des deux échantillons publiant en normes IFRS, l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les EBIT de la Société sur la même période. En effet, les EBIT qui découlent du plan d'affaires communiqué par le management de Dedalus France n'intègrent pas l'application de la norme comptable IFRS 16. Par conséquent, nous avons réintégré la charge d'intérêt liée aux loyers opérationnels afin d'obtenir, pour les sociétés comparables, un EBIT n'intégrant pas l'application de la norme IFRS 16. De même, nous avons exclu la dette de loyer opérationnel de la valeur d'entreprise.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires (CA) qui n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Dedalus France présente des marges différentes des sociétés de nos échantillons ;
- 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 IFRS16 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 qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les tableaux suivants récapitulent les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables, respectivement, des échantillons sur le secteur des éditeurs français de logiciel ainsi que des éditeurs européens de logiciel spécialisés sur le secteur de la santé.

Echantillon 1 - éditeurs français de logiciel	EV / EBIT		
	2020	2021	2022
Cegedim SA	15,4x	12,6x	13,3x
Axway Software SA	16,9x	10,6x	8,6x
Linedata Services S.A.	8,9x	8,5x	8,4x
EasyVista S.A.	23,1x	11,7x	n/a
Visiativ SA	13,1x	10,3x	n/a
Médiane	15,4x	10,6x	8,6x

Source: Capital IQ en date du 15/05/2020

n/a: non applicable

Echantillon 2 - éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé	EV / EBIT		
	2020	2021	2022
Pharmagest Interactive SA	22,3x	19,4x	n/a
EMIS Group plc	16,5x	15,4x	14,2x
Nexus AG	23,1x	19,1x	16,4x
GPI SpA	12,7x	11,3x	11,3x
Instem plc	15,0x	13,7x	n/a
Médiane	16,5x	15,4x	14,2x

Source: Capital IQ en date du 15/05/2020

n/a: non applicable

4.4.1.4 Application de la méthode

4.4.1.4.1 Echantillon 1 : éditeurs français de logiciel

Nous avons retenu les multiples médians de VE / EBIT pour les années 2020, 2021 et 2022, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à la date de l'annonce de l'opération) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

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

4.4.1.4.2 Echantillon 2 : éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé

Nous avons retenu les multiples médians de VE / EBIT pour les années 2020, 2021 et 2022, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à la date d'annonce de l'opération) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle de la Société, une décote de taille a été appliquée afin d'obtenir une valorisation plus pertinente par la méthode des multiples.

Cette décote a été estimée à 15% sur la base de différentes études empiriques qui existent en la matière et notamment :

- d'une étude réalisée par la Compagnie des Conseils et Experts Financiers en 2020 qui a comparé les écarts de multiples d'EBIT des sociétés cotées suivant leur niveau de capitalisation ;
- d'une étude empirique réalisée par Eric-Eugène Grena qui démontre la nécessité d'appliquer une décote en fonction de la taille de nos sociétés comparables. Il compare ainsi le rapport entre la capitalisation de la société à évaluer et la capitalisation moyenne de l'ensemble des sociétés comparables.

4.4.1.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites de Dedalus France obtenues par la méthode des comparables boursiers.

Echantillon 1 - éditeurs français de logiciel				
Agrégat	2020	2021	2022	Moyenne
Valeur des capitaux propres	83 522	61 067	43 489	62 693
Nombre d'actions (en milliers)	112 292	112 292	112 292	112 292
Valeur de l'action Arianne	0,74 €	0,54 €	0,39 €	0,56 €

Echantillon 2 - éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la Santé				
Agrégat	2020	2021	2022	Moyenne
Valeur des capitaux propres	73 861	80 989	70 730	75 193
Nombre d'actions (en milliers)	112 292	112 292	112 292	112 292
Valeur de l'action Arianne	0,66 €	0,72 €	0,63 €	0,67 €

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite de Dedalus France, par la méthode des comparables boursiers, compris entre 0,56€ (éditeurs français de logiciel) et 0,67€ (éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la santé).

Le prix d'Offre de 0,70€ fait ressortir des primes respectives de 25,4% et 4,5% sur les valeurs obtenues par cette méthode.

5 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 Dedalus France :

5.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Référence à l'Actif Net Comptable ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode des dividendes futurs ;
- Méthode des transactions comparables ;

Nous avons également écarté ces approches.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Référence au cours de bourse (retenue à titre indicatif) ;
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre indicatif).
- Référence aux objectifs de cours des analystes (retenue à titre indicatif) ;

Nous avons de notre côté retenu la référence au cours de bourse à titre principal au regard de la liquidité du titre, cette méthode constituant par ailleurs une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

L'établissement présentateur a retenu la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif, estimant que les analystes disposent d'un bon niveau de compréhension du marché et des concurrents.

Nous avons pour notre part écarté cette méthode en raison de la faible couverture du titre (un seul analyste suivant régulièrement le titre).

Notre approche est décrite dans les parties 4.2, 4.3 et 4.4 de notre rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

5.2.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2023 ;
- extrapolé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société selon ses propres hypothèses pour les exercices allant du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2026 ;

- calculé une valeur terminale projetée sur les agrégats financiers extrapolés pour 2026 et notamment une marge d'EBITDA de 21,3% à laquelle a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 2% ;
- modélisé une variation annuelle du besoin en fonds de roulement à hauteur de 105,6% de la variation annuelle du chiffre d'affaires ;
- pris en compte les flux de trésorerie estimés à partir du 1^{er} juillet 2020 en utilisant une convention de réception des flux à mi-période sur toute la durée du plan d'affaires ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 9,28%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (-0,41%), une prime de risque (8,57%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,74, une prime de taille (2,94%) et un gearing cible de 0% ;
- rajouté à la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (dette financière nette de trésorerie ajustée de certains éléments notamment des provisions pour risques et charges, de certains actifs financiers non courants et de la valeur actualisée des déficits fiscaux reportables selon les projections d'utilisation de ces pertes reportables estimées par la Société), soit 30,2m€ au 4 mai 2020, et le montant des cash-flows prévisionnels générés sur les mois de mai et juin 2020, soit +0,5m€.

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Dedalus France de 0,45€, soit une prime de 54% par rapport au prix d'Offre.

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 0,40€ (taux d'actualisation de 9,78% et taux de croissance à l'infini de 1,5%) et 0,52€ (taux d'actualisation de 8,78% et taux de croissance à l'infini de 2,5%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne *les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2023, à l'exclusion de la variation du BFR.*

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- le périmètre du BFR, l'établissement présentateur retenant un BFR opérationnel (strictement composé des comptes clients et fournisseurs) tandis que nous considérons le BFR dans son intégralité (y compris les éléments non opérationnels tels que les dettes fiscales et sociales et les produits constatés d'avance), ainsi que les hypothèses d'extrapolation du BFR à partir de 2024 ;
- la comptabilisation des provisions pour pertes sur créances clients : l'établissement présentateur présentant ces dernières au sein des amortissements sans effet cash tandis que nous les intégrons à l'EBITDA avec effet cash ;
- l'extrapolation du business plan jusqu'au 31 décembre 2026. Nos hypothèses d'extrapolation du business plan diffèrent légèrement de celles de l'établissement présentateur en termes de croissance ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- la valorisation des synergies anticipées résultant de la fusion absorption d'Agfa France par Dedalus France.

5.2.1.1 *Périmètre et extrapolation du BFR*

L'établissement présentateur a retenu comme périmètre du BFR uniquement le BFR opérationnel (strictement composé des créances clients et dettes fournisseurs) présenté par le management

sur la période 2020-2023 et sur la période extrapolée (variation projetée à 105,6% de la croissance annuelle du chiffre d'affaires à partir de 2024).

Nous avons, pour notre part, nous avons également intégré la variation des postes non opérationnels du BFR tels que les dettes fiscales et sociales et les produits constatés d'avance. De plus, nous retenons une variation annuelle moyenne du BFR après 2024 inférieure à celui présenté par l'établissement présentateur.

5.2.1.2 Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme horizon l'exercice 2026 (horizon au 31 décembre 2026), sa période d'extrapolation intégrant un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 2% à l'infini.

Nous avons, pour notre part, également retenu l'année 2026 comme horizon explicite du plan d'affaires considérant cette période de prévisions suffisamment longue. Néanmoins, nous avons retenu une valeur terminale fondée sur un taux de croissance à l'infini de 2,5%.

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux sur la période extrapolée au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

5.2.1.3 Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître certaines divergences quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital.

Nous observons des écarts méthodologiques et notamment (i) la prise en compte d'un gearing de 13% dans notre analyse tandis que l'établissement présentateur ne retient pas de gearing et présente ainsi un coût du capital, et (ii) la prise en compte de primes de risque et de taux sans risque légèrement différents.

In fine, le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (9,28%) est légèrement supérieur de celui que nous avons retenu (9,14%) qui résulte de la moyenne d'une approche court terme et d'une approche long terme et reste cohérent.

5.2.1.4 Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres une dette nette ajustée de 29,7m€ au 4 mai 2020 intégrant la dette financière (40,7m€), la trésorerie nette au 4 mai 2020 (9,3m€), des provisions pour risques et charges (2,9m€), des autres immobilisations financières (1,7m€), la valeur actualisée des déficits fiscaux reportables (2,5m€) et les cash-flows générés sur mai-juin 2020 (0,5m€).

Nous avons retenu pour notre part, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres une dette nette ajustée de 23,8m€ ou 23,9m€, selon le plan d'affaires avec ou sans synergies, sur la base du calcul détaillé dans la partie 4 du présent rapport. L'écart observé (environ -6 m€) portant essentiellement sur la valorisation des actifs d'impôts ainsi que les valorisations de certaines créances (CIR, CICE, créance client non courante et une créance en cash-pooling) que nous avons traitées comme de la trésorerie.

5.2.1.5 Synergies résultant de la fusion absorption d'Agfa France par Dedalus France

L'établissement présentateur a également valorisé les synergies résultant de l'acquisition par Dedalus Italia de la branche Healthcare IT de Agfa-Gevaert en mai 2020 et du projet de fusion absorption d'Agfa France par Dedalus France.

L'établissement présentateur a valorisé ces synergies sur la base des paramètres suivants :

- Les synergies sont attribuables pour moitié à Dedalus France et atteignent 3,3m€ en 2023 (soit 1,6m€ attribuables à Dedalus France). Ces synergies ont été extrapolées sur 2024-2026 puis projetées à l'infini pour 50% de leur valeur, l'établissement présentateur considérant que ces synergies ne peuvent intégralement être conservées sur le long terme ;
- L'établissement présentateur valorise ces synergies avec un coût du capital de 10,28% incluant une prime de 1,0% par rapport au coût du capital de Dedalus France pour refléter le risque complémentaire lié à la réalisation de ces synergies ;

In fine, l'établissement présentateur valorise les synergies 0,07€ par action.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la valorisation des synergies diffèrent légèrement de celles utilisées par l'établissement présentateur et notamment (i) la valorisation des synergies séparément du plan d'affaires de Dedalus France par l'établissement présentateur tandis que nous valorisons les synergies intégrées dans une version du plan d'affaires avec synergies, et (ii) la prise en compte d'une prime spécifique de 1% dans la détermination du coût du capital pour la valorisation des synergies par l'établissement présentateur tandis que nous retenons le coût moyen pondéré du capital déterminé pour la société Dedalus.

5.2.1.6 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale, dans le cas du plan d'affaires hors synergies, extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 0,45€ et se situe en deçà de notre valeur (0,52€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la divergence du traitement que nous avons retenu concernant le niveau de BFR sur la durée du plan d'affaires et de la période extrapolée.

La valeur des synergies, extériorisée par l'établissement présentateur atteint 0,07€ et se situe ainsi en deçà de la valeur déterminée par nos soins (0,09€ par différence entre les deux valeurs déterminées pour Dedalus France tel que présenté en partie 4.3.2). Cet écart résulte des points évoqués ci-dessus et notamment de la prise en compte par l'établissement présentateur d'une prime spécifique de 1% dans la détermination du coût du capital.

5.2.2 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre indicatif.

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours de clôture (cours spot) au 15 mai 2020, dernière journée d'échanges précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération au marché, le cours de clôture pondéré par les volumes sur les 60 dernières séances boursières et sur des périodes de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant l'annonce de l'opération au 15 mai 2020 ainsi que le cours le plus haut au cours des 12 derniers mois à cette même date. Il présente également le cours de clôture pondéré par les volumes sur le premier trimestre 2020 et sur l'année 2019.

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 les cours moyens pondérés par les volumes sur les 20 dernières séances et sur les 60 dernières séances boursières, ainsi que la référence au cours de clôture (cours spot) au 15 mai 2020 pour les raisons mentionnées en 4.3.1.

Nous considérons par ailleurs que la référence au cours de bourse doit être retenue à titre principal, comme expliqué en partie 4.3.1, compte tenu des échanges réguliers et importants sur

le flottant de la Société sur les derniers mois même si celui-ci a connu des évolutions erratiques ce dernier mois.

5.2.3 Méthode des comparables boursiers

La banque présentatrice a retenu la méthode des comparables boursiers à titre indicatif.

5.2.3.1 *Choix de l'échantillon*

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de six sociétés éditrices de logiciel françaises évoluant principalement en France qui sont de tailles relativement similaires à celle de Dedalus France.

5.2.3.2 *Choix des multiples et méthodologie*

Les ratios médians retenus par l'établissement présentateur sont la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT et par l'EBITDA cash.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBIT est pertinent. Néanmoins, nous considérons que la valorisation via le multiple d'EBITDA cash l'est moins en raison de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS16 dans leurs prévisions d'EBITDA.

Les multiples médians retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à l'EBITDA cash et à l'EBIT 2021 de Dedalus France. L'EBITDA cash déterminé par l'établissement présentateur inclut le retraitement des différences de comptabilisation des frais de R&D qui diffèrent selon les sociétés de l'échantillon retenu via la réintégration des frais de R&D en charge. L'établissement présentateur n'a retenu ni l'exercice 2020 dans la mesure où la situation financière et les perspectives des sociétés de l'échantillon demeurent incertaines à court terme en raison de l'impact de la crise sanitaire liée au COVID-19, ni l'exercice 2022 présentant un caractère incertain. Nous avons, pour notre part, retenu les trois années (2020 à 2022).

L'établissement présentateur a retenu pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres une dette nette ajustée 29,7m€ au 31 décembre 2019 alors que nous avons un retenu un montant de 23,9m€ qui intègre notamment la valorisation des actifs d'impôts ainsi que certaines créances.

5.2.3.3 *Conclusion sur la méthode des comparables*

La valeur de l'action Dedalus France obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 0,52€ et 0,58€.

La valeur déterminée par nos soins ressort dans une fourchette comprise entre 0,56€ et 0,67€, soit un niveau supérieur à celui présenté par l'établissement présentateur.

5.2.4 Référence aux objectifs de cours des analystes (retenue à titre indicatif)

La banque présentatrice a retenu la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif.

Nous n'avons pour notre part pas retenu cette référence de valorisation, la société de recherche Portzamparc étant la seule à assurer un suivi régulier du titre Dedalus.

La dernière mise à jour de Portzamparc établit un l'objectif de cours au 30 mars 2020 à 0,50€ et n'intègrent pas la publication des résultats annuels de la Société le 30 avril 2020.

L'établissement présentateur a retenu cette méthode à titre indicatif. Nous ne retenons pas cette méthode en raison de la faible couverture du titre.

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

Il est rappelé que le présent rapport a été finalisé et présenté au Conseil d'administration de Dedalus France le 8 juin 2020 et que les éléments présentés sur lesquels sont fondés notre évaluation et notamment le plan d'affaires incluent la survenance de la pandémie de Coronavirus (COVID-19) en France et dans le monde et ses effets qui sont multiples.

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

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 0,70€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés					
Flux de trésorerie prévisionnels hors synergies	0,40 €	0,45 €	0,52 €	0,52 €	34,5%
Flux de trésorerie prévisionnels avec synergies	0,47 €	0,52 €	0,59 €	0,61 €	15,0%
Référence au cours de bourse*					
Cours spot (au 15 mai 2020)		0,57 €		0,57 €	23,2%
Cours moyen pondéré 20 jours		n.a.		0,73 €	-3,6%
Cours moyen pondéré 1 mois		0,69 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 60 jours		0,66 €		0,68 €	3,6%
Cours moyen pondéré 3 mois		0,66 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 6 mois		0,65 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 12 mois		0,62 €		n.a.	n.a.
Cours le plus haut sur 12 mois		0,80 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré premier trimestre 2020		0,39 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 2019		0,36 €		n.a.	n.a.
Méthodes secondaires :					
Méthode des comparables boursiers	0,52 €	n.a.	0,58 €	0,56€ - 0,67€	25,4% - 4,5%
Objectifs de cours des analystes**		0,50 €		n.a.	n.a.

n.a. : non applicable

*retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 15 mai 2020 (dernier jour d'échange avant l'annonce de l'opération) ; sur la base des cours de clôture pour l'établissement présentateur

**retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur, non retenu par nos soins

Dedalus Italia, qui avait acquis le 28 juin 2016 de manière directe et indirecte 83,3% du capital de la société de droit italien NoemaLife laquelle détenait 58,05% du capital et des droits de vote de Dedalus France (anciennement dénommée Medasys), détient à la date du dépôt de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée directement et indirectement par assimilation un nombre d'actions total représentant 82,09% du capital de la Société.

Il est rappelé que le 4 mai 2020, le groupe Dedalus a finalisé l'acquisition des activités Healthcare auprès du groupe Agfa-Gevaert. Dans le cadre de l'acquisition par le groupe Dedalus de la société DH Healthcare GmbH, société de droit allemand, auprès de Agfa Healthcare NV, et de son refinancement, le groupe Dedalus a initié une réflexion sur son organisation et que dans le cadre de cette opération, Healthlux a augmenté sa participation dans la société de droit italien Dedalus Holding S.p.A. et détient désormais directement et indirectement une participation représentant 74,8% du capital et des droits de vote de Dedalus Holding S.p.A.

À la suite de cette acquisition, le groupe Dedalus a l'intention de progressivement intégrer les activités françaises de Dedalus France et d'Agfa France afin de faciliter la mise en œuvre d'une politique industrielle et commerciale commune au sein du groupe Dedalus. Le groupe Dedalus envisage aujourd'hui de procéder à une fusion absorption d'Agfa France par Dedalus France qui donnerait lieu à des synergies de coûts et des coûts exceptionnels d'intégration liés au projet de fusion des deux entités.

Dans ce contexte, et à la suite de la réalisation de l'acquisition de DH Healthcare GmbH intervenue le 4 mai 2020, l'Initiateur a déposé le 18 mai 2020 la présente Offre qui sera suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

L'Offre est une offre publique d'achat simplifiée volontaire qui s'inscrit dans ce contexte et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF.

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 0,70€ 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 de Dedalus France. Elle permet aux actionnaires de Dedalus France 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 fait ressortir des valeurs :

- de 0,52€ (hors synergies) pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 0,68€ (cours moyen 60 jours) à 0,73€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 0,57€ pour le cours spot au 15 mai 2020, date précédant l'annonce de l'Opération ;
- de 0,56€ (échantillon d'éditeurs français de logiciels) à 0,67€ (échantillon d'éditeurs européens de logiciel dans le domaine de la santé) pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 0,70€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 34,5% (hors synergies) sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 3,6% (cours moyen 60 jours) et 23,2% (cours spot au 15 mai 2020) et une décote de 3,6% sur le cours moyen 20 jours sur la référence au cours de bourse ;
- présente des primes comprises entre 4,5% et 25,4% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).

Conformément aux recommandations n°2006-15 de l'AMF, nous avons également pris en compte dans le cadre de nos travaux d'évaluation les synergies et coûts supplémentaires (disynergies) identifiées comme susceptibles de résulter du rapprochement de l'Initiateur avec la Société, ces synergies et disynergies correspondant, dans le cas d'espèce, à celles résultant de la fusion absorption qui est envisagée d'une société acquise récemment par le groupe Dedalus.

L'impact de ces synergies et disynergies a été intégré dans le plan d'affaires et dans la méthode des flux de trésorerie actualisés qui en découlent. La valeur obtenue par cette méthode ressort à 0,61€, le prix offert de 0,70€ présentant ainsi une prime de 15,0% sur la valeur intégrant les synergies.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre et sur les différentes moyennes de cours de bourse, à l'exception de la moyenne 20 jours sur laquelle le prix d'Offre présente une légère décote.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 0,70€ par action Dedalus France est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Dedalus France.

Fait à Paris, le 8 juin 2020

L'expert indépendant

Crowe HAF

Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission du comité Ad hoc

DEDALUS FRANCE

Société anonyme
au capital de 32 211 105,35 €
Siège social : 22 avenue Galilée
92350 Le Plessis Robinson
319 557 237 R.C.S. Nanterre

Paris, le 30 avril 2020

Monsieur Olivier Grivillers
Cabinet Crowe HAF
85 rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret

Cher Monsieur,

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat avec Retrait Obligatoire qui a vocation à être déposée prochainement par notre actionnaire majoritaire, la Société Dedalus Italia, qui détient aujourd'hui 81.83% du capital de Dedalus France, le Conseil d'administration Dedalus France a l'obligation de désigner un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

A cette fin, le Conseil d'administration de Dedalus France en date du 24 avril 2020 a constitué un *Comité ad hoc* ayant pour mission d'effectuer des recommandations sur le choix d'un Expert Indépendant et d'assurer le suivi de ses travaux.

Le *Comité ad hoc* a recommandé votre Cabinet lors de ce même Conseil d'administration, sur la base de votre proposition de service détaillée datée du 22 avril 2020 et le Conseil d'administration a suivi cette recommandation vous désignant en qualité d'expert indépendant justifiant la remise de cette lettre de mission, dont le contenu a été validé par le *Comité ad hoc*.

1) Objectifs de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation boursière, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de Dedalus France, fera l'objet d'une expertise indépendante.

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des actions de Dedalus France qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

2) Calendrier indicatif de la mission et de l'Offre

OLG


Le calendrier indicatif de la mission et de l'offre serait le suivant :

Date	Action
24 avril 2020	Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration
29 avril 2020	Réunion de lancement entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant
14 mai et 18 mai 2020	Réunions intermédiaires entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant
3 juin 2020	Remise par l'expert indépendant de son projet de rapport
5 juin 2020	Rapport définitif et réunion de synthèse entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant
8 juin 2020	Conseil d'Administration de Dedalus France en vue d'émettre son avis motivé sur la note en réponse
9 juin 2020	Dépôt du projet de note en réponse
23 juin	Collège de l'AMF
25 juin au 8 juillet 2020	Période d'offre envisagée

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

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

3) Cadre réglementaire de votre mission

Le Collège de l'Autorité des Marchés Financiers a procédé à des modifications du règlement général. Celles-ci ont été homologuées par arrêté du 20 janvier 2020, publié au Journal officiel du 7 février 2020. L'instruction AMF DOC-2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, l'instruction AMF DOC-2006-08 sur l'expertise indépendante et la recommandation AMF DOC-2006-15 sur l'expertise indépendante ont également été amendées.

OLG
AF

Vos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers modifié, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application DOC-2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'Autorité des Marchés Financiers. L'instruction et les recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020.

4) Méthodologie envisagée

L'évaluation de la société Dedalus France sera effectuée en application de la réglementation boursière qui prévoit la mise en œuvre d'une approche multicritères.

A ce titre, les méthodes d'évaluation suivantes pourraient, le cas échéant, être appliquées étant précisé qu'il vous appartient d'apprécier la pertinence de ces méthodes et l'utilisation d'autres éventuelles méthodes :

- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)
- Méthode des sociétés cotées comparables
- Méthode des transactions comparables
- Analyse et référence cours de bourse

Un accès à une data room vous a été fourni et Dedalus France s'engage à vous fournir un accès à toutes les données disponibles qui seraient demandées et nécessaires à l'accomplissement de vos diligences.

5) Conflits d'intérêts

Nous comprenons qu'Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF DOC-2006-08 du 25 juillet 2006.

6) Approche de la mission

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- Des entretiens avec le management de la société.
- Des entretiens réguliers avec le Comité ad hoc dont les principales étapes sont proposées dans le calendrier de l'opération sus mentionné au 2) de la présente lettre de mission
- La prise de connaissance et l'analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'offre
- L'analyse des éléments prévisionnels de la société (budget et plan d'affaires)
- L'évaluation de Dedalus France en application de la réglementation de l'AMF (approche multicritères détaillée ci-dessus)
- La rédaction de votre rapport

019
AB

- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'Autorité des Marchés Financiers.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord ».

Je vous prie de croire, Cher Monsieur, à l'expression de nos salutations distinguées.



Florence Hofmann

Présidente du Comité Ad'Hoc



Olivier Grivillers

Crowe HAF

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document "Autres Informations" relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (www.opas-dedalus.com) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société, de Dedalus France, 22 avenue Galilée - 92350 Le Plessis Robinson, France.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE

"À ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée."

Frédéric VAILLANT
Directeur Général