

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ I.G.E.+X.A.O INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

SCHNEIDER ELECTRIC INDUSTRIES SAS

FILIALE DU GROUPE



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°21-479 en date du 9 novembre 2021 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par I.G.E.+X.A.O. et engage la responsabilité de ses signataires.

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

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guérineau, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site internet d'I.G.E.+X.A.O. (<https://www.ige-xao.com/fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mise à la disposition du public sans frais au siège social d'I.G.E.+X.A.O., 16 boulevard Déodat de Séverac, 31770 Colomiers.

La Note en Réponse doit être lue conjointement avec tous les autres documents publiés en relation avec l'Offre. Notamment, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables

d'I.G.E.+X.A.O seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

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

TABLE DES MATIÈRES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	5
1.1. Contexte et motifs de l'Offre	6
1.2. Termes de l'Offre	8
1.2.1. Principaux termes de l'Offre.....	8
1.2.2. Modalités de l'Offre.....	9
1.2.3. Ajustement des termes de l'Offre	10
1.2.4. Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	10
1.2.5. Intentions en matière de retrait obligatoire – Radiation de la cote.....	11
1.2.6. Intentions concernant une éventuelle fusion	11
1.3. Procédure d'apport à l'Offre	12
1.3.1. Procédure d'apport à l'Offre sur le marché.....	13
1.3.2. Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée.....	13
1.4. Calendrier indicatif de l'Offre	13
1.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	15
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	17
3. INFORMATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE CENTRAL	28
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 28	
5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	28
6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	28
7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	29
7.1. Structure et répartition du capital.....	29
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	30
7.3. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	31
7.4. Liste des détenteurs de tout titre IGE+XAO comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	33

7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel relatif aux titres de la Société quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	33
7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	33
7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	33
7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	33
7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts	35
7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	35
7.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	37
7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique sur les titres de la Société.....	37
7.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	38
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF.....	38
8.1. Rapport de l'Expert Indépendant en date du 21 octobre 2021	38
8.2. Rapport complémentaire de l'Expert Indépendant en date du 3 novembre 2021	38
9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	38
10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	39
Annexe 1 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF	40
Annexe 2 RAPPORT COMPLÉMENTAIRE DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF	96

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF, la société Schneider Electric Industries SAS, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 35 rue Joseph Monier, CS 30323 F-92506 Rueil-Malmaison Cedex (France), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 954 503 439 (« **SEISAS** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société I.G.E.+X.A.O., société anonyme dont le siège social est situé 16 boulevard Déodat de Séverac, 31770 Colomiers (France), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Toulouse sous le numéro 338 514 987 et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000030827, compartiment B (la « **Société** » ou « **IGE+XAO** »), d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par l'Initiateur (autres que les actions auto-détenues par la Société) (les « **Actions** »), au prix de deux cent soixante euros (260 €) par action (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites de manière plus détaillée dans la note d'information préparée par l'Initiateur et déposée auprès de l'AMF le 9 novembre 2021 (la « **Note d'Information** ») et ci-après (l'« **Offre** »).

À la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement, 892.842 Actions et 1.776.718 droits de vote de la Société, représentant 68,45% du capital et 78,73% des droits de vote de la Société¹.

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues directement et indirectement par l'Initiateur, soit 407.105 Actions à la date de la présente Note en Réponse, étant précisé que les 4.434 actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre.

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

L'Offre, laquelle sera, si les conditions requises sont remplies, suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

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 règlement général de l'AMF. A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur a fait l'acquisition de 8.966 Actions sur le marché au Prix de l'Offre.

¹ Sur la base d'un nombre total de 1.304.381 Actions et de 2.256.580 droits de vote théoriques de la Société au 31 octobre 2021 tel que publié sur le site Internet de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le 30 septembre 2021, BNP Paribas a déposé auprès de l'AMF, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (la « **Banque Présentatrice** »), l'Offre et le projet de Note d'Information (le « **Projet de Note d'Information** ») pour le compte de l'Initiateur. BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

Contexte de l'Offre

L'Initiateur est directement détenu à 100% par la société Schneider Electric SE, société européenne dont le siège social est situé 35, rue Joseph Monier, CS 30323 F-92506 Rueil-Malmaison Cedex (France) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 542 048 574, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000121972 (« **Schneider Electric** » et ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »).

Schneider Electric est l'un des spécialistes mondiaux en gestion de l'énergie et des automatismes.

IGE+XAO, filiale de Schneider Electric, conçoit, produit, commercialise et assure la maintenance d'une gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO) et de gestion du cycle de vie « Product Lifecycle Management » (PLM). Sa gamme de logiciels SEE a été élaborée pour aider les industriels à concevoir et à maintenir la partie électrique de tout type d'installation.

IGE+XAO a réalisé un chiffre d'affaires consolidé sur l'exercice clos le 31 décembre 2020 de 32,7 millions d'euros et représente plus de 370 personnes dans le monde réparties sur 30 sites et dans 20 pays ainsi que plus de 96.455 licences diffusées dans le monde. IGE+XAO est une référence dans son domaine.

Les titres d'IGE+XAO sont cotés sur Euronext Paris.

L'Offre fait suite à la publication par Schneider Electric et IGE+XAO le 20 juillet 2021 d'un communiqué de presse annonçant l'intention de Schneider Electric de déposer, via sa filiale SEISAS, l'Offre et d'acquérir la totalité des Actions qu'elle ne détient pas, directement ou indirectement, à ce jour (autres que les actions auto-détenues par la Société)².

Comme annoncé dans ce même communiqué conjoint de Schneider Electric et IGE+XAO, le projet d'Offre a été favorablement accueilli par le Conseil d'administration de la Société qui a constitué un comité *ad hoc*, composé d'une majorité de membres indépendants, chargé de superviser les travaux de l'Expert Indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'administration de la Société concernant l'Offre. Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, et, sur recommandation du comité *ad hoc*, le Conseil d'administration a nommé le cabinet Didier Kling

² Soit 407.105 Actions, représentant 31,21% du capital de la Société au 31 octobre 2021.

Expertise & Conseil, représenté par M. Didier Kling et M. Teddy Guerineau, en qualité d'Expert Indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel conformément aux dispositions des articles 261-1, I 1° et II et 262-1 du règlement général de l'AMF.

Motifs de l'Offre

Comme indiqué au paragraphe 1.1.3 « *Motifs de l'Offre* » de la Note d'Information, l'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie de Schneider Electric exposée lors de la précédente opération, initiée en novembre 2017, à l'issue de laquelle SEISAS avait acquis une participation majoritaire dans IGE+XAO.

Cette stratégie consiste à constituer, par croissance externe et développement interne, une offre de logiciel couvrant la totalité du cycle de conception, de construction, de gestion et de maintenance des installations électriques et des bâtiments, et d'accompagner ainsi la base de clientèle de Schneider Electric dans ses efforts de transformation digitale.

Cette stratégie se distingue des traditionnelles initiatives d'extension d'offre en ce que ces logiciels ont vocation à être utilisés indépendamment de l'origine des produits et équipements électriques qu'ils permettent d'installer et de gérer. Ils doivent donc rester totalement « agnostiques »³ vis-à-vis des fabricants de matériel électrique.

Pour l'exécuter, Schneider Electric a établi, au sein de sa Business Unit Energy Management, une Division Energy Management Software qui regroupe les actifs et participations stratégiques acquis récemment (ALPI, IGE+XAO, RIB Software, ETAP, Planon) ainsi que les activités de logiciels développés en interne pour la mise en œuvre des offres Schneider Electric. La mission de ce pôle est de développer une activité d'éditeur de logiciel agnostique² avec une couverture complète du cycle des installations électriques et des bâtiments.

Au sein de cette Division Energy Management Software, Schneider Electric souhaite positionner IGE+XAO comme une entité purement opérationnelle. Cette entité conservera sa vocation première d'éditeur indépendant de logiciel de Conception Assistée par Ordinateur (CAO) électrique et de gestion du cycle de vie « Product Lifecycle Management » (PLM). Toutefois, sa mission sera étendue, notamment pour fédérer des activités logicielles aujourd'hui dispersées chez Schneider Electric et pour devenir progressivement un centre d'excellence en matière de Recherche & Développement.

Dans ce contexte, IGE+XAO n'a plus vocation à demeurer une société cotée, les contraintes de la cotation constituant un obstacle important au repositionnement de la Société, tel que

³ Un logiciel agnostique vis-à-vis des fabricants de matériel électrique est un logiciel compatible avec, et permettant de gérer tout type de matériel électrique indépendamment de leur fabricant.

précédemment décrit. Une intégration complète facilitera aussi la mise en conformité des opérations de la Société avec les normes et standards de Schneider Electric. Elle s'opérera dans une parfaite continuité de l'engagement d'IGE+XAO envers ses clients et partenaires. Notamment, IGE+XAO continuera de les servir en tant qu'éditeur de logiciel indépendant et ces logiciels resteront totalement agnostiques⁴ vis-à-vis des fabricants de matériel électrique.

L'Initiateur souhaite ainsi renforcer son contrôle sur IGE+XAO tout en offrant aux actionnaires de IGE+XAO une liquidité leur permettant de céder leurs Actions à un prix attractif.

En conséquence, dans l'hypothèse où il détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote d'IGE+XAO à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire telle que décrite au paragraphe 1.2.5. ci-dessous. Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté la Banque Présentatrice qui a procédé à une évaluation des Actions. Par ailleurs, le Conseil d'administration de la Société a procédé, en application des dispositions des articles 261-1, I 1° et II et 262-1 du règlement général de l'AMF, à la désignation d'un expert indépendant chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des Actions et dont le rapport est intégralement reproduit dans la présente Note en Réponse.

1.2. Termes de l'Offre

1.2.1. Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, en qualité d'établissement présentateur agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 30 septembre 2021 le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions non encore détenues à ce jour, directement ou indirectement, par l'Initiateur (autres que les actions auto-détenues par la Société). Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 30 septembre 2021.

Cette Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 260 euros par Action, l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant une période de dix (10) jours de négociation à compter de l'ouverture de l'Offre, le cas échéant.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif

⁴ Un logiciel agnostique vis-à-vis des fabricants de matériel électrique est un logiciel compatible avec, et permettant de gérer tout type de matériel électrique indépendamment de leur fabricant.

de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.2.2. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 30 septembre 2021. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Société a déposé le projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 25 octobre 2021 (le « **Projet de Note en Réponse** »). L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note en Réponse sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et de la Banque Présentatrice et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.ige-xao.com/fr/>). Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note en Réponse a été rendu public sur le site Internet de la Société (<https://www.ige-xao.com/fr/>) le 25 octobre 2021.

L'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°21-479 en date du 9 novembre 2021 sur la Note en Réponse. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, tenue gratuitement à la disposition du public, avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'AMF, au siège social de la Société. La Note en Réponse sera également mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.ige-xao.com/fr/>). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF.

Le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ce document sera également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.ige-xao.com/fr/>).

xao.com/fr/). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ce document sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231- 28 du règlement général de l'AMF.

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 rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.2.3. Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre la date du Projet de Note d'Information et le jour de la date du règlement-livraison de l'Offre (inclusive), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividende, d'un acompte sur dividende, de réserve, de prime, ou de tout produit quelconque (en numéraire ou en nature), ou (ii) un amortissement ou une réduction de son capital social pour un prix par action supérieur au Prix de l'Offre, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre, le Prix de l'Offre par Action de la Société serait ajusté en conséquence pour tenir compte de cette opération.

Dans l'hypothèse où la Société procéderait à toute autre opération structurante ou ayant un impact sur le capital (fusion, scission, regroupement d'actions, division d'actions, réduction de la valeur nominale des actions), le Prix de l'Offre par Action de la Société serait ajusté pour tenir compte de l'impact de l'opération en question. Tout ajustement du Prix de l'Offre par Action de la Société sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

1.2.4. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Comme indiqué au paragraphe 7.1 « *Structure et répartition du capital* » de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, à la date de la Note en Réponse, 892.842 Actions et 1.776.718 droits de vote de la Société, représentant 68,45% du capital et 78,73% des droits de vote théoriques de la Société⁵.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit, à la date de

⁵ Sur la base d'un nombre total de 1.304.381 Actions et de 2.256.580 droits de vote théoriques de la Société au 31 octobre 2021 tel que publié sur le site Internet de la Société.

la présente Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre de 407.105, étant précisé que les 4.434 Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre.

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

1.2.5. Intentions en matière de retrait obligatoire – Radiation de la cote

1.2.5.1. Retrait Obligatoire

La Note d'Information indique qu'en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions non présentées à l'Offre (autres que les actions auto-détenues par la Société), s'il détient, à l'issue de l'Offre, au moins 90% du capital et des droits de vote d'IGE+XAO.

Le retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînerait la radiation des actions IGE+XAO du marché réglementé d'Euronext Paris.

1.2.6.2. Radiation d'Euronext Paris

Dans l'hypothèse où la procédure de retrait obligatoire décrite ci-dessus ne serait pas mise en œuvre, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation des actions IGE+XAO si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Paris sont réunies.

1.2.6. Intentions concernant une éventuelle fusion

La Note d'Information indique que l'Offre est destinée à permettre à l'Initiateur de détenir intégralement la Société afin de mettre en œuvre la stratégie et les évolutions décrites au paragraphe 1.1.3 « *Motifs de l'Offre* » de la Note d'Information et au paragraphe 1.1 « *Contexte et Motifs de l'Offre* » de la Note en Réponse.

Ainsi, dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une fusion de la Société avec Schneider Electric au cours de l'exercice 2022, après réalisation des travaux d'analyse.

Cette fusion serait motivée par l'incompatibilité de la stratégie de la Division Energy Management Software de Schneider Electric avec le maintien d'entités indépendantes au sein des entités opérationnelles de la Division.

Elle permettrait en outre aux actionnaires minoritaires de continuer à participer à la création de valeur de cette stratégie au travers de la détention directe des titres de Schneider Electric.

L'intégration envisagée serait effectuée en suivant les procédures prévues par la loi et les règlements en vigueur. Le projet de fusion serait notamment soumis aux assemblées générales des actionnaires de Schneider Electric et de IGE+XAO, ainsi qu'à l'AMF conformément aux dispositions de l'article 236-6 de son règlement général.

La parité de fusion serait déterminée sur la base des valeurs relatives de IGE+XAO et Schneider Electric au moment où la fusion serait proposée. En ce qui concerne la valeur de IGE+XAO, celle-ci serait déterminée en cohérence avec les méthodes de valorisation utilisées dans les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre de la Note d'Information. En ce qui concerne la valeur de Schneider Electric, compte tenu de la grande liquidité du titre Schneider Electric et sa large couverture par les analystes financiers, la référence au cours de bourse serait retenue.

1.3. Procédure d'apport à l'Offre

La Note d'Information indique que les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

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 l'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

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

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les Actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion au porteur de leurs Actions afin de les apporter à l'Offre. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme nominative.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre des Actions, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites au paragraphe 2.9.3 « *Prise en charge des frais des actionnaires* » de la Note d'Information. Les actionnaires 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 selon les modalités décrites aux paragraphes ci-dessous.

1.3.1. Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession 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, deux (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 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 cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

1.3.2. Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). 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 et la TVA afférente payés par les porteurs d'Actions ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée, dans la limite de 0,3% (hors taxe), du montant des Actions apportées à l'Offre avec un maximum de 150 euros par dossier (incluant la TVA), étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites au paragraphe 2.9.3. de la 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.

1.4. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
20 juillet 2021	Annonce du projet d'Offre

Dates	Principales étapes de l'Offre
30 septembre 2021	<p>Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Schneider Electric (www.schneider-electric.com)</p> <p>Diffusion d'un communiqué de l'Initiateur informant du dépôt du projet d'Offre ainsi que de la mise à disposition du Projet de Note d'Information</p>
25 octobre 2021	<p>Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note en Réponse de la Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.ige-xao.com)</p> <p>Diffusion d'un communiqué de la Société informant du dépôt et de la mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société</p>
9 novembre 2021	<p>Décision de conformité par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société</p>
9 novembre 2021	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note d'Information visée sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Schneider Electric (www.schneider-electric.com)</p> <p>Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information visée</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note en Réponse visée sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.ige-xao.com)</p> <p>Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse visée</p>
10 novembre 2021	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Schneider Electric (www.schneider-electric.com)</p>

Dates	Principales étapes de l'Offre
	<p>Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.ige-xao.com)</p> <p>Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société</p>
10 novembre 2021	<p>Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre</p> <p>Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités</p>
11 novembre 2021	Ouverture de l'Offre
24 novembre 2021	Clôture de l'Offre
29 novembre 2021	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
2 décembre 2021	Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	Le cas échéant, mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris, si les conditions sont réunies

1.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Le paragraphe 2.10 de la Note d'Information indique que :

- L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.
- La diffusion de la Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. 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. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information ou de tout autre document

relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.

- La Note d'Information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites au paragraphe 2.10 de la Note d'Information s'appliquent à la Note en Réponse.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

États-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la Note d'Information et la Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes résidant aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la Note d'Information et de la Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur de titre ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la Note d'Information ou de la 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, (iii) 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, (iv) 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 de titres, et (v) 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 les ordres d'apport de titres 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. Toute acceptation de

l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La Note d'Information et la Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'ont pas été soumises à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, 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.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Le Conseil d'administration de la Société est actuellement composé des membres suivants :

- Monsieur Alain Di Crescenzo, président directeur général ;
- Madame Anne Varon* ;
- Madame Claire Greco* ;
- Monsieur Marc Nezet ;
- Monsieur Frédéric Godemel ; et
- Madame Nadège Sotnikova.

** Administratrices indépendantes*

Il est rappelé que Monsieur Alain Di Crescenzo, président directeur général de la Société, est salarié au sein de Schneider Electric Industries SAS, une entité du Groupe, et responsable de la division « Computeur Aided Design ». Monsieur Marc Nezet, Monsieur Frédéric Godemel et Madame Nadège Sotnikova sont également salariés au sein du Groupe.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration, lors de la séance en date du 16 juillet 2021, a décidé de constituer un comité *ad hoc*, composé des administrateurs suivants :

- Madame Anne Varon, présidente du comité *ad hoc* ;
- Madame Claire Greco ; et
- Monsieur Alain Di Crescenzo,

soit constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants, avec pour missions de :

- proposer aux membres du Conseil d'administration la nomination de l'expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre ;

- suivre les travaux de cet expert indépendant en veillant au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que ce dernier doit mettre en œuvre notamment en s'assurant de l'accès aux informations qui lui sont nécessaires ;
- émettre une recommandation au Conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires et sur l'intérêt des actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre ; et
- préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'administration de la Société sur le projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du Règlement Général de l'AMF.

Le 19 juillet 2021, le Conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc*, a nommé le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerneau, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'Offre avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel conformément aux dispositions des articles 261-1, I 1° et II et 262-1 du règlement général de l'AMF.

Lors de cette réunion, le Conseil d'administration a pris connaissance des principales caractéristiques du projet d'Offre et des considérations préliminaires du comité *ad hoc* qui a décidé d'accueillir favorablement le principe de l'Offre, sous réserve des travaux à mener par l'Expert Indépendant.

Le Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 30 septembre 2021 contient notamment le contexte et 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.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 22 octobre 2021, sous la présidence de Monsieur Alain Di Crescenzo, président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du Conseil d'administration était présent physiquement ou par des moyens de visioconférence et de télécommunication.

Préalablement à la réunion, les administrateurs ont eu connaissance :

- du Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 30 septembre 2021, contenant notamment le contexte et 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 ;
- du projet d'avis motivé préparé par le comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF ;
- du rapport du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, Expert Indépendant ; et

- du Projet de Note en Réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration de la Société a ainsi rendu, lors de ladite réunion, l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents ou représentés, en ce compris les membres qui participent aux travaux du comité *ad hoc*, les autres membres du Conseil d'administration de la Société adhérant à l'avis du comité *ad hoc* :

« Il est rappelé qu'il appartient au Conseil d'administration, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

*Conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration, lors de sa délibération en date du 16 juillet 2021, a constitué en son sein un comité ad hoc (le « **Comité** ») composé des administrateurs suivants : Madame Anne Varon (Présidente du Comité), Madame Claire Greco et Monsieur Alain Di Crescenzo. Le Comité est chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration.*

Madame Anne Varon et Madame Claire Greco ayant la qualité d'administratrices indépendantes, le Comité est constitué conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF.

Préalablement à la réunion de ce jour, ont été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration les documents suivants :

- *le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 30 septembre 2021 (le « **Projet de Note d'Information** »), contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;*
- *le rapport en date du 21 octobre 2021 du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») désigné en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guérineau, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire ;*
- *le projet d'avis motivé du Comité en date du 22 octobre 2021 sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Le Conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, en ce compris les membres qui participent aux travaux du Comité, les autres membres du conseil d'administration de la Société adhérant à l'avis du Comité :

Résumé des diligences accomplies et conclusions de l'Expert Indépendant

1) Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application des dispositions de l'article 261-1, I. 1° et II du règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant, compte tenu du fait que (i) l'Initiateur détient déjà le contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce et (ii) l'Initiateur envisage la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Le Comité s'est réuni pour la première fois le 19 juillet 2021 et a procédé à une revue approfondie du profil de deux experts répondant aux critères de compétence requis par la réglementation applicable et susceptibles d'être désignés en qualité d'Expert Indépendant en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et (iii) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Les membres du Comité, après en avoir délibéré, ont décidé de proposer au Conseil d'administration la désignation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1° et II du règlement général de l'AMF. Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a en effet été identifié comme répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable, en particulier compte tenu de son niveau de qualification et d'expérience. Le Comité ayant pris connaissance des différents dossiers sur lesquels le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil était récemment intervenu, a en particulier constaté qu'il intervenait régulièrement sur ce type d'opérations et offrait toutes les garanties, tant en termes d'indépendance, de compétence et de moyens, pour exercer la mission d'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre. Monsieur Didier Kling, président du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, occupe notamment les fonctions de président de la Chambre nationale des conseils et experts financiers.

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, par l'intermédiaire de Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, a fait savoir qu'il acceptait le principe de cette nomination en qualité d'Expert Indépendant, et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

Le 19 juillet 2021, sur recommandation du Comité, le Conseil d'administration de la Société a décidé de nommer le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil en qualité d'Expert Indépendant, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, devant se conclure par une attestation d'équité sur le fondement de l'article 261-1, I 1° et II du règlement général de l'AMF.

2) Travaux du Comité et interactions avec l'Expert Indépendant

A compter de la constitution du Comité, les membres du Comité ont participé au total à 5 réunions entre le 16 juillet 2021 et le 22 octobre 2021 pour les besoins de leur mission, dont 4 en présence de l'Expert Indépendant. Les membres du Comité se sont notamment réunis :

- une première fois le 19 juillet 2021 et ont décidé à l'unanimité (i) d'accueillir favorablement le projet d'Offre, sous réserve des travaux à mener par l'Expert Indépendant et de (ii) proposer au Conseil d'administration la désignation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'Expert Indépendant ;*

- le 29 juillet 2021, en présence de l'Expert Indépendant, dans le cadre de la présentation par la Société à l'Expert Indépendant du plan d'affaires établi par le management de la Société et couvrant la période 2021-2024 (le « **Plan d'Affaires** ») ;
- le 8 septembre 2021, en présence de l'Expert Indépendant, afin de réaliser un premier point d'étape sur les éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur. Lors de cette réunion, l'Expert Indépendant a présenté au Comité ses travaux d'évaluation préliminaires et décrit les méthodes et références retenues dans le cadre de sa mission ;
- le 4 octobre 2021, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un second point d'étape sur les travaux d'évaluation de l'Expert Indépendant. Lors de cette réunion, le Comité a pris acte qu'au stade de ses travaux, l'Expert Indépendant n'avait pas identifié d'éléments remettant en cause le caractère équitable de l'Offre.
- le 22 octobre 2021, en présence de l'Expert Indépendant, afin de finaliser la recommandation du Comité sur l'Offre.

Au cours de ces réunions, le Comité s'est assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Le Comité indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Le Comité s'est également assuré que l'Expert Indépendant avait eu accès au Plan d'Affaires établi par le management de la Société. Ce Plan d'Affaires, qui a fait l'objet d'une revue par l'Expert Indépendant, constitue à la connaissance du Comité les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

3) Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

À l'issue des échanges entre le Comité et l'Expert Indépendant, tels que rappelés ci-dessus, le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a remis son rapport le 21 octobre 2021.

L'Expert Indépendant présente alors une synthèse de ses travaux et les conclusions de son rapport :

« Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par SEISAS sur les actions émises par IGE+XAO, au prix unitaire de 260€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéa 1° du Règlement Général de l'AMF, au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la cible, et de l'article 261-1 II car l'Initiateur a fait part de son intention de procéder à un retrait obligatoire, si les conditions sont réunies.

SEISAS, l'Initiateur, est l'actionnaire majoritaire d'IGE+XAO, à hauteur de 67,8% de son capital, depuis le lancement d'une première offre au mois de novembre 2017.

La présente offre s'inscrit dans la volonté de Schneider de prendre le contrôle total d'IGE+XAO afin de l'intégrer pleinement dans la stratégie logicielle qu'il bâtit dans le domaine électrique.

Dans ce contexte, si le retrait obligatoire ne pouvait pas être mis en œuvre, SEISAS a fait part de son intention de procéder à une fusion dans un délai de douze mois.

Notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre est rendue au regard des considérations suivantes :

- *L'Offre est facultative, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver, sauf en cas de dépassement des seuils permettant de procéder à un retrait obligatoire.*
- *La méthode DCF permet de tenir compte de manière explicite de l'ensemble des paramètres structurant de l'activité de IGE+XAO. Elle a été mise en œuvre sur la base d'un plan d'affaires :*
 - ✓ *ambitieux, notamment au regard des réalisations à la fin du mois de septembre 2021 ;*
 - ✓ *incluant les synergies obtenues depuis la prise de contrôle par Schneider, il y a trois ans ;*
 - ✓ *tenant compte d'une période d'extrapolation jusqu'en 2034, permettant de capter les possibilités de création de valeur sur une période cohérente avec les besoins de transformation digitale des entreprises et les possibilités d'expansion géographique d'IGE+XAO.*

Les résultats de cette méthode extériorisent alors une prime comprise entre 23% et 39%, significative dans un contexte où le plan d'affaires tient compte des synergies concrétisées depuis le rapprochement avec Schneider

A cet égard, nous observons que les conséquences d'une intégration entière d'IGE+XAO dans Schneider, conditionnelle à la réalisation d'un retrait obligatoire ou d'une fusion, entraînerait dans un premier temps des coûts significatifs. Les conséquences positives de cette intégration complète ne sont pas chiffrées à ce stade mais apparaissent plus aléatoires en termes de quantum et de calendrier, car elles apparaissent liées à la réussite technique et commerciale de la mise en place d'une plateforme logicielle, dont le développement n'a pas encore débuté.

- *La méthode des comparables boursiers aboutit à une valeur du titre IGE+XAO qui fait ressortir une prime comprise entre 2% et 20%.*
- *Enfin, la référence au cours de bourse fait ressortir une prime de 15% sur le cours précédant l'annonce du projet d'Offre et respectivement de 15%, 18%, 28% et 40% pour les moyennes à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.*

Les primes les plus importantes ressortent des références calculées sur les durées les plus longues. Elles s'avèrent pertinentes pour apprécier le Prix d'offre car elles permettent de tenir compte de sauts non expliqués du cours du titre IGE+XAO par des informations spécifiques à IGE+XAO en décembre 2020 et mai 2021.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 260€ est équitable d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres IGE+XAO dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. »

Par conséquent, selon le rapport établi par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur, de 260 euros par action IGE+XAO, est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Recommandations du Comité

Le 22 octobre 2021, le Comité s'est réuni et a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

De manière générale, le Comité a souligné auprès de l'Expert Indépendant, en vue de l'établissement de son rapport, les éléments ci-après, propres au contexte et à l'Offre, qui lui sont apparus être d'une particulière importance et qu'il a également pris en compte pour établir sa recommandation :

1) S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société (stratégie et politique industrielle, commerciale et financière)

Le Comité constate que :

- l'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie de Schneider Electric exposée lors de la précédente opération, initiée en novembre 2017, à l'issue de laquelle l'Initiateur avait acquis une participation majoritaire dans la Société. Cette stratégie inclut la poursuite du développement géographique et de l'extension de l'offre logicielle de la Société ainsi que son positionnement comme entité purement opérationnelle au sein de la Division Energy Management Software de Schneider Electric qui regroupe les actifs et participations stratégiques acquis récemment (ALPI, IGE+XAO, RIB Software, ETAP, Planon) ainsi que les activités de logiciels développés en interne pour la mise en œuvre des offres Schneider Electric. Dans ce contexte, IGE+XAO n'a plus vocation à demeurer une société cotée, les contraintes de la cotation constituant un obstacle important au repositionnement de la Société tel que décrit ci-dessus ;*
- la stratégie mise en œuvre par Schneider Electric permettrait d'étendre l'offre logicielle d'IGE+XAO en tant qu'éditeur indépendant tout en lui confiant de nouvelles missions consistant à fédérer des activités logicielles aujourd'hui dispersées chez Schneider Electric et développer ses activités de Recherche & Développement. Dans le cadre de cette stratégie, une intégration plus complète de la Société est nécessaire et facilitera également la mise en conformité des opérations de la Société avec les normes et standards de Schneider Electric, ce qui contribuera à optimiser sa gestion des risques, ses processus décisionnels ainsi que le suivi et la relation client ;*
- l'Initiateur contrôle déjà la Société, dont il détient directement 68,22% du capital et 78,60% des droits de vote théoriques sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt du Projet de Note d'Information le 30 septembre 2021, étant précisé que depuis le dépôt de ce Projet de Note d'Information, l'Initiateur a acquis 6.016 actions de la Société sur le marché au prix de l'Offre ;*
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par l'Initiateur, étant précisé que les actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre ;*
- en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société,*

dans l'hypothèse où il détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre ;

Le Comité note également que les intentions de l'Initiateur, telles que celles-ci sont décrites dans le Projet de Note d'Information, sont les suivantes :

- en matière de stratégie et de poursuite des activités de la Société, l'Initiateur souhaite (i) positionner la Société comme une entité purement opérationnelle de la Division Energy Management Software, étant précisé que la Société conserverait sa vocation première d'éditeur indépendant de logiciel de Conception Assistée par Ordinateur (CAO) électrique et de gestion du cycle de vie « Product Lifecycle Management » (PLM) et (ii) étendre la mission de la Société, notamment pour fédérer des activités logicielles aujourd'hui dispersées chez Schneider Electric et pour devenir progressivement un centre d'excellence en matière de Recherche & Développement. Pour atteindre cet objectif, l'Initiateur envisage une intégration complète de la Société au sein du Groupe Schneider Electric ;*
- l'Initiateur anticipe la réalisation :*
 - de synergies de revenu générées par le réseau de vente de Schneider Electric à l'international, estimées en moyenne à près de 2 millions d'euros par an ;*
 - d'une économie de coûts estimée à 0,1 million d'euros par an résultant de la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris dans l'hypothèse où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire ; et*
 - d'investissements et de coûts supplémentaires dont le coût global sur la période 2022-2024 est estimé à 12,3 millions d'euros et qui seraient liées à la réalisation d'investissements significatifs visant à permettre le transfert des activités de développement des logiciels internes de Schneider Electric à la Société et la mise en conformité des opérations de la Société avec les normes et standards de Schneider Electric. Le Comité a cependant pris acte que ces investissements et coûts supplémentaires ne sont pas intégrés au Plan d'Affaires étant donné que ceux-ci ont vocation à être déployés dans le cadre de l'intégration complète de la Société, elle-même dépendante de la réalisation de la radiation des actions de la Société par voie de retrait obligatoire ou de fusion.*
- l'Initiateur a indiqué se réserver la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société ;*
- dans le cas où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire, elle aurait pour conséquence l'indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre ainsi que la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris. Dans ce contexte, l'Initiateur a indiqué que des évolutions concernant la forme sociale de la Société ou la composition de ses organes sociaux pourraient être envisagées étant toutefois précisé que Monsieur Alain di Crescenzo demeurerait dirigeant mandataire social de la Société ;*
- dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de mettre en œuvre, au cours de l'exercice 2022, une fusion de la Société avec*

Schneider Electric. Cette fusion serait motivée par l'incompatibilité de la stratégie de la Division Energy Management Software de Schneider Electric avec le maintien d'entités indépendantes au sein des entités opérationnelles de la Division. En outre, elle permettrait aux actionnaires minoritaires de continuer à participer à la création de valeur de cette stratégie au travers de la détention directe des titres de Schneider Electric.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

2) S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires

Le Comité constate que l'Initiateur propose d'acquérir les actions de la Société visées par l'Offre en contrepartie, pour une action de la Société apportée à l'Offre, d'une somme en numéraire de 260 euros.

Le Comité a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre, du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité constate, qu'aux termes de l'analyse multicritères développée par l'Expert Indépendant, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Le Comité rappelle que l'Expert Indépendant a procédé à une analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans le Projet de Note d'Information et que cette analyse figure notamment dans le rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité relève notamment que l'Offre permet aux actionnaires d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par action présentant une prime de 15% par rapport au cours de clôture de l'action le 19 juillet 2021, de 17,4% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les 60 jours qui précèdent cette date et de 39,9% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les 12 mois qui précèdent cette date.

Le Comité constate également que le prix de l'Offre représente une prime de 97% sur le prix de la précédente offre publique clôturée en janvier 2018.

Le Comité constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant, y compris en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

3) S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le Comité note qu'en matière d'emploi, l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement de l'activité de la Société. Il relève par ailleurs que l'Initiateur a indiqué dans ses intentions décrites dans le Projet de Note d'Information que l'Offre ne devrait donc pas avoir de conséquence sur les effectifs de la Société ou sa politique de gestion des ressources humaines. Notamment, elle n'entraînerait pas de restructuration ou de suppression de poste.

L'Initiateur a également précisé qu'il est envisagé d'ajuster progressivement les niveaux de rémunérations des salariés de la Société et de renforcer le plan d'intéressement à long terme de la Société au travers de l'attribution d'actions de performance Schneider Electric.

Au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

Au terme de sa mission et connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité, à l'unanimité de ses membres :

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

Avis du Conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent.

Le Président demande notamment aux membres du Conseil d'administration de confirmer leur intention d'apporter ou non tout ou partie des actions IGE+XAO qu'ils détiennent à l'Offre :

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Alain Di Crescenzo	Président du Conseil d'administration – Directeur Général	10	Apport de l'intégralité de ses actions à l'Offre
Claire Greco	Administratrice	Aucune	N/A
Marc Nezet	Administrateur	Aucune	N/A
Frédéric Godemel	Administrateur	Aucune	N/A
Nadège Sotnikova	Administratrice	Aucune	N/A
Anne Varon	Administratrice	Aucune	N/A

Après discussion sur le projet d'Offre, le Conseil d'administration, au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement

présentateur et figurant dans le Projet de Note d'Information, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre, (iv) du Projet de Note d'Information et du Projet de Note en Réponse et (v) des conclusions des travaux de revue du Comité, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, en ce compris les membres qui participent aux travaux du Comité, les autres membres du conseil d'administration de la Société adhérant à l'avis du Comité :

- **approuve** le projet d'avis motivé tel que proposé par le Comité ;
- **considère**, en conséquence, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :
 - de la Société, dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée par l'Initiateur et que son intégration complète au sein du Groupe Schneider Electric s'opérera dans une parfaite continuité de l'engagement d'IGE+XAO envers ses clients et partenaires dans la mesure où IGE+XAO continuera de les servir en tant qu'éditeur de logiciel indépendant et ces logiciels resteront totalement agnostiques vis-à-vis des fabricants de matériel électrique ;
 - de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur de 260 euros par action de la Société est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant et constitue une valorisation attractive des actions détenues par les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; et
 - de ses salariés, dans la mesure où :
 - l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement de l'activité de la Société et ne devrait donc pas avoir de conséquence sur les effectifs de la Société ou sa politique de gestion des ressources humaines ; et
 - l'Initiateur envisage d'ajuster progressivement les niveaux de rémunérations des salariés de la Société et de renforcer le plan d'intéressement à long terme de la Société au travers de l'attribution d'actions de performance Schneider Electric ;
- **prend acte**, en tant que de besoin, du fait que, les actions auto-détenues par la Société n'étant pas visées par l'Offre, la Société ne les apportera pas à l'Offre ; et
- **recommande**, en conséquence, aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ; [...] » ».

Afin de tenir compte de demandes de précisions émanant de l'AMF, l'Expert Indépendant a émis le 3 novembre 2021 un rapport complémentaire dont la conclusion est demeurée inchangée quant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire qui pourrait s'ensuivre si les conditions requises étaient remplies. Ce rapport complémentaire, dont les membres du comité *ad hoc* ont pris acte, figure en intégralité en **Annexe 2** de la présente Note en Réponse.

3. INFORMATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE CENTRAL

Conformément aux dispositions des articles L. 2332-2 du Code du travail, le comité social et économique central d'IGE+XAO a été informé de l'Offre et a été réuni le 7 octobre 2021 dans le cadre de la procédure d'information des instances représentatives du personnel de la Société.

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

Les membres du Conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le Conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit au paragraphe 2 ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Alain Di Crescenzo	Président – Directeur Général	10	Apport de l'intégralité de ses actions à l'Offre
Claire Greco	Administratrice	Aucune	N/A
Marc Nezet	Administrateur	Aucune	N/A
Frédéric Godemel	Administrateur	Aucune	N/A
Nadège Sotnikova	Administratrice	Aucune	N/A
Anne Varon	Administratrice	Aucune	N/A

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 4.434 de ses propres actions.

Le Conseil d'administration du 22 octobre 2021 a pris acte du fait que les 4.434 actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé à l'unanimité, en tant que de besoin, qu'il ne souhaite pas les apporter à l'Offre.

6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A la date de dépôt de la Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

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

7.1. Structure et répartition du capital

Capital social de IGE+XAO

Aux termes de l'article 6 des statuts de la Société à jour du 26 avril 2021, le capital social de la Société s'élève à 5.021.866,85 euros, divisé en 1.304.381 actions ordinaires de 3,85 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Composition de l'actionariat de IGE+XAO à la date de la présente Note en Réponse

À la connaissance de la Société, à la date de la présente Note en Réponse, le capital et les droits de vote théoriques de la Société sont répartis comme suit⁶ :

Actionariat	Nombre d'actions		Nombre d'actions	Nombre de droits de vote brut	% du capital	% des droits de vote
	Actions avec droit de vote simple	Actions avec droit de vote double				
SEISAS	8.966	883.876	892.842	1.776.718	68,45%	78,73%
ORFIM	21.990	67.842	89.832	157.674	6,89%	6,99%
Autres actionnaires	316.792	481	317.273	317.754	24,32%	14,08%
Actions auto-détenues	4.434	0	4.434	4.434	0,34%	0,20%
Total	352.182	952.199	1.304.381	2.256.580	100,00%	100,00%

Il est précisé que l'Initiateur n'a pas procédé à l'acquisition d'Actions au cours des douze (12) mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information. Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information et à la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur a fait l'acquisition de 8.966 Actions sur le marché au Prix de l'Offre.

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 1.304.381 actions et de 2.256.580 droits de vote théoriques de la Société au 31 octobre 2021 tel que publié sur le site Internet de la Société.

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

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

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

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 8 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, au sens de l'article L. 233-9 du Code de commerce, directement ou indirectement, un nombre d'actions ou de droits de vote égal ou supérieur à 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société est tenue, au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le franchissement de seuil, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède. Cette personne devra également informer la Société, dans sa lettre de déclaration de franchissement de seuils, des précisions auxquelles il est fait référence au 3^{ème} alinéa de l'article L. 233-7 I du Code de commerce.

Cette déclaration doit être renouvelée dans les conditions ci-avant, chaque fois qu'un nouveau seuil de 0,5 % est atteint ou franchi, à la hausse comme à la baisse, quelle qu'en soit la raison jusqu'au seuil de 5 % prévu à l'article L. 233-7 du Code de commerce. A compter du franchissement du seuil de 5 %, une déclaration doit être effectuée dans les conditions identiques à celles mentionnées ci-avant, chaque fois qu'un nouveau seuil de 0,5 % est atteint ou franchi, à la hausse comme à la baisse quelle qu'en soit la raison.

Le non-respect de cette obligation de déclaration de franchissement de seuil peut donner lieu à la suspension, pendant le délai de deux ans suivant la régularisation du franchissement de seuil, des droits de vote afférents aux titres dépassant les seuils soumis à déclaration sur demande lors de l'assemblée générale d'un ou de plusieurs actionnaires détenant au moins 2 % du capital ou des droits de vote de la Société.

Transfert d'Actions

Les actions inscrites en compte sont librement négociables et se transmettent librement par virement de compte à compte, conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Droit de vote double

En application des dispositions de l'article 23 des statuts de la Société, un droit de vote double s'applique de plein droit :

- à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire ; et

- aux actions nominatives attribuées à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Ce droit de vote double cesse de plein droit pour toute action convertie au porteur ou transférée en propriété. Néanmoins, n'interrompt pas le délai de deux ans fixé ou conserve le droit acquis, tout transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent successible.

La fusion de la Société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la société absorbante, si les statuts de celle-ci l'ont institué.

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

À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1 ci-dessus.

Au cours des douze derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et statutaires suivantes :

Actionnaire	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
I. Déclarations de franchissement de seuils légaux					
Néant.					
II. Déclarations de franchissement de seuils statutaires					
Amiral Gestion	15 décembre 2020	52.334	4,01	2,33	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 4% du capital de la Société
Amiral Gestion	5 février 2021	52.175	3,99	2,33	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 4% du capital de la Société
ORFIM	5 avril 2021	67.972	5,21	6,02	Franchissement à la hausse des seuils statutaires de 5,5% et de

Actionnaire	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
					6% des droits de vote de la Société
La Financière de l'Echiquier	6 avril 2021	11.400	0,87	0,51	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 0,5% des droits de vote de la Société
Amiral Gestion	26 juillet 2021	0	0	0	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 3,5% du capital de la Société et de tous les seuils statutaires en dessous de 3,5%
ORFIM et Monsieur Alexandre Picciotto ⁷	26 juillet 2021	91.307	7,00	7,05	Franchissement par ORFIM à la hausse des seuils statutaires de 5,5%, 6%, 6,5% du capital de la Société et du seuil statutaire de 6,5% des droits de vote de la Société ⁸
Schneider Electric Industries SAS	1 ^{er} octobre 2021 et 7 octobre 2021	889.834	68,22	78,60	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 68% du capital et de 78,5% des droits de vote de la Société ⁹

Il est précisé que l'Initiateur n'a pas procédé à l'acquisition d'Actions au cours des douze mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information. Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information et à la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur a fait l'acquisition de 8.966 Actions sur le marché au Prix de l'Offre.

⁷ La société ORFIM et Monsieur Alexandre Picciotto agissant de concert.

⁸ Monsieur Alexandre Picciotto n'a franchi aucun seuil individuellement.

⁹ Le seuil statutaire de 68% du capital de la Société a été franchi le 1^{er} octobre 2021 et le seuil statutaire de 78,5% des droits de vote de la Société a été franchi le 7 octobre 2021.

7.4. Liste des détenteurs de tout titre IGE+XAO comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Comme indiqué au paragraphe 7.2 de la présente Note en Réponse, l'article 23 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué de plein droit :

- à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire ; et
- aux actions nominatives attribuées à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Les actionnaires significatifs de la Société bénéficiant de droits de vote double au 30 septembre 2021 sont les suivants :

Actionnaires significatifs bénéficiant de droits de vote double	Nombre d'actions assorties d'un droit de vote double
SEISAS	883.876
ORFIM	67.842
Autres actionnaires	481

7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel relatif aux titres de la Société quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Il n'existe aucun système d'actionnariat du personnel relatif aux titres de la Société en place dans la Société.

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de personnes physiques ou morales comprenant trois (3) membres au moins et dix-huit (18) au plus.

Dès lors que les seuils du I de l'article L. 225-27-1 du Code de commerce sont dépassés, la Société comprendra des administrateurs représentant des salariés dans les conditions prévues par ce même article.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, sauf la faculté pour le Conseil d'administration, en cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, de procéder, entre deux assemblées générales, à la nomination à titre provisoire de leurs remplaçants, sous réserve de ratification par la plus prochaine assemblée générale ordinaire. Si des nominations provisoires n'étaient pas ratifiées par l'assemblée générale, les délibérations prises et les actes accomplis par le Conseil d'administration n'en demeureraient pas moins valables.

Toutefois, lorsque le nombre des administrateurs en fonction est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

Tout administrateur nommé en remplacement d'un autre administrateur dont le mandat n'a pas expiré ne demeure en fonction que pendant la durée du mandat de son prédécesseur restant à courir.

Conformément à la loi et aux règlements en vigueur, la proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 %.

Un salarié de la Société peut être nommé administrateur si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas, dans ce cas, le bénéfice de son contrat de travail. Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur, et sous réserve du respect des conditions relatives au cumul des fonctions d'administrateur avec un contrat de travail, le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail (sans compter les administrateurs représentant les salariés actionnaires) ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

La révocation ou l'arrivée du terme de ses fonctions d'administrateur ne met pas fin au contrat de travail liant un administrateur à la Société.

Les administrateurs sont nommés pour une durée de six (6) ans. Ils sont rééligibles et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

Le Conseil d'administration de la Société est actuellement composé des membres suivants :

- Monsieur Alain Di Crescenzo, président directeur général ;

- Madame Anne Varon* ;
- Madame Claire Greco* ;
- Monsieur Marc Nezet ;
- Monsieur Frédéric Godemel ; et
- Madame Nadège Sotnikova.

** Administratrices indépendantes*

Il est rappelé que Monsieur Alain Di Crescenzo, président directeur général de la Société, est salarié au sein de Schneider Electric Industries SAS, une entité du Groupe, et responsable de la division « Computer Aided Design ». Monsieur Marc Nezet, Monsieur Frédéric Godemel et Madame Nadège Sotnikova sont également salariés au sein du Groupe.

Dans le cas où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire, elle aurait pour conséquence la radiation des actions IGE+XAO du marché réglementé d'Euronext Paris. Dans ce contexte, des évolutions concernant la forme sociale de la Société ou la composition de ses organes sociaux pourraient être envisagées étant toutefois précisé que Monsieur Alain di Crescenzo demeurerait dirigeant mandataire social de la Société.

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 21 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote. L'assemblée générale extraordinaire réunie sur deuxième convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés.

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

7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs et attributions du Conseil d'administration sont décrits à l'article 14 des statuts de la Société et dans le règlement intérieur du Conseil d'administration.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'administration se prononce sur l'ensemble des décisions relatives aux grandes orientations stratégiques, économiques, sociales, financières ou technologiques de la Société et veille à leur mise en œuvre par la direction générale.

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

Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, et conformément au règlement intérieur du Conseil d'administration, le directeur général doit s'assurer de l'autorisation préalable du Conseil d'administration pour engager la Société dans le cadre d'investissements ou de désinvestissements d'un montant supérieur à 1.000.000 euros par opération.

Par ailleurs, toute convention intervenant directement ou par personne interposée entre la Société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 10 % ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, doit être soumise à l'autorisation préalable du Conseil d'administration.

Il en est de même des conventions auxquelles une des personnes précitées est indirectement intéressée et des conventions intervenant entre la Société et une entreprise, si le directeur général, l'un des directeurs généraux délégués ou l'un des administrateurs de la société est propriétaire, associé indéfiniment responsable, gérant, administrateur, membre du conseil de surveillance, ou, de façon générale, dirigeant de cette entreprise.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations et autorisations suivantes :

Délégations données au Conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Date de l'AG (n° de résolution)	Durée (date d'expiration)	Montant nominal maximal autorisé (en euros)
Autorisation en vue de faire annuler les actions pres	17/04/2020 (15 ^{ème} résolution)	24 mois 16/04/2022	10% du capital à la date de l'assemblée

Autorisation en vue de faire annuler tout ou partie des actions propres	26/04/2021 (15 ^{ème} résolution)	24 mois 25/04/2023	10% du capital à la date de l'assemblée
Autorisation de procéder à une augmentation de capital au profit des salariés	26/04/2021 (16 ^{ème} résolution)	26 mois 25/06/2023	15.000 actions

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

À la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, laquelle n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière était déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de dépôt du Projet de Note d'Information.

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

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique sur les titres de la Société.

Le contrat de travail de Monsieur Alain Di Crescenzo, président directeur général de la Société, prévoit une indemnité de rupture qui serait versée dans l'hypothèse où le contrat de travail serait rompu à l'initiative de Schneider Electric Industries SAS. Cette indemnité est calculée sur la base de la moyenne de la rémunération globale et des éventuels bonus perçus au cours des douze derniers mois précédant la notification de la rupture du contrat de travail. Le versement de la fraction de l'indemnité de rupture correspondant à la rémunération liée au mandat social exercé au sein d'IGE+XAO est soumis à la condition de performance suivante : le résultat opérationnel du groupe IGE+XAO déterminé suivant les normes IFRS est au moins égal à 5% de son chiffre d'affaires à la clôture du dernier exercice dont les comptes auront été examinés par le Conseil d'administration à la date de rupture du contrat, conformément à l'article L. 225-42-1 du Code de commerce. En tout état de cause, l'indemnité de rupture ne peut excéder deux ans de rémunération, conformément aux recommandations du Code MiddleNext.

Le Conseil d'administration a considéré que la quote-part d'indemnité de rupture liée au mandat social était dans l'intérêt de la Société puisqu'elle contribue à la fidélisation de l'intéressé et permet de rémunérer le président directeur général de la Société en ligne avec les pratiques de marché.

7.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

8.1. Rapport de l'Expert Indépendant en date du 21 octobre 2021

En application des articles 261-1, I 1° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guérineau, a été désigné en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc*, le 19 juillet 2021 afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 21 octobre 2021, est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1** et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

8.2. Rapport complémentaire de l'Expert Indépendant en date du 3 novembre 2021

Afin de tenir compte de demandes de précisions émanant de l'AMF, l'Expert Indépendant a émis le 3 novembre 2021 un rapport complémentaire dont la conclusion est demeurée inchangée quant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire qui pourrait s'ensuivre si les conditions requises étaient remplies.

Ce rapport complémentaire, dont les membres du comité *ad hoc* ont pris acte, figure en intégralité en **Annexe 2** de la présente Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet d'IGE+XAO (<https://www.ige-xao.com/fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social d'IGE+XAO, 16 boulevard Déodat de Séverac, 31770 Colomiers.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Alain Di Crescenzo, agissant en qualité de président directeur général d'IGE+XAO.

ANNEXE 1
**RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT
GÉNÉRAL DE L'AMF**

IGE+XAO

GROUP

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR
SCHNEIDER ELECTRIC INDUSTRIES SAS
VISANT LES ACTIONS IGE+XAO**

Octobre 2021

**Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil
28 Avenue Hoche
75008 Paris**

Sommaire

1.	Présentation de l'Offre.....	3
1.1	Sociétés concernées par l'Offre	3
1.2	Présentation des modalités de l'Offre	4
1.3	Présentation des motifs de l'Offre	4
1.4	Intentions de l'Initiateur.....	5
1.5	Financement de l'Offre	6
2.	Présentation d'IGE+XAO	7
2.1	Activité et modèle économique d'IGE + XAO	7
2.2	Performances financières historiques d'IGE + XAO	13
2.3	Synthèse	15
3.	Données structurant l'évaluation d'IGE + XAO	17
3.1	Date d'évaluation.....	17
3.2	Structure du capital et nombre d'actions retenu	17
3.3	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres	17
4.	Éléments d'appréciation du Prix d'Offre.....	19
4.1	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées	19
4.2	Référence au cours de bourse – à titre principal	21
4.3	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal	26
4.4	Méthode des comparables boursiers – à titre principal	32
4.5	Analyse des synergies attendues	38
4.6	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre	39
5.	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice	40
5.1	Choix des critères d'évaluation.....	40
5.2	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres	40
5.3	Mise en œuvre de la méthode des DCF.....	40
5.4	Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers	41
6.	Contact avec des tiers	43
7.	Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.....	44
	Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise	46
	Annexe 2 : Lettre de mission	52

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
INITIEE PAR SCHNEIDER ELECTRIC INDUSTRIES SAS
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE IGE+XAO**

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil (ci-après, « **DKEC** ») a été désigné par le Conseil d'administration de la société **IGE+XAO** (ci-après la « **Société** » ou « **IGE+XAO** ») en date du 19 juillet 2021 en qualité d'expert indépendant.

L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par la société Schneider Electric Industries SAS (ci-après « **l'Initiateur** » ou « **SEISAS** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « **l'Offre** ») visant les actions émises par IGE+XAO.

Notre désignation est intervenue conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **AMF** »). Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cadre suivant :

- L'offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société car « *la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (article 261-1 I 1°).
- L'Initiateur a fait part de son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions nécessaires sont réunies (article 261-1 II).

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifiée le 10 février 2020, relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et informations qui nous ont été transmis par la Société et ses conseils, 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.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

Le présent rapport est organisé comme suit :

1. Présentation de l'Offre
2. Présentation d'IGE+XAO
3. Données structurant l'évaluation d'IGE+XAO
4. Eléments d'appréciation du Prix d'offre
5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice
6. Contact avec des tiers
7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

1. Présentation de l'Offre

Par communiqué conjoint en date du 20 juillet 2021, la société Schneider Electric SE (ci-après, « **Schneider** »), maison mère de SEISAS, et IGE+XAO ont annoncé l'intention de Schneider, par l'intermédiaire de sa filiale SEISAS, de déposer un projet d'offre public d'achat simplifiée en numéraire visant les actions émises par IGE+XAO au prix unitaire de 260 euros (ci-après, le « **Prix d'offre** »).

SEISAS a déposé, auprès de l'AMF, son projet de note d'information relative à un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions IGE+XAO, le 30 septembre 2021.

1.1 Sociétés concernées par l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre – SEISAS

SEISAS est une société par actions simplifiée au capital de 928.298.512 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 954 503 439, dont le siège social est situé 35 rue Joseph Monier, CS 30323 F-92506 Rueil Malmaison Cedex.

SEISAS a pour activité l'exploitation directe et indirecte de toutes activités se rattachant aux industries électriques et électroniques, et notamment à la distribution électrique et au contrôle industriel (produits électromécaniques) ainsi qu'à la construction industrielle.

Son capital est entièrement détenu par Schneider qui est l'un des spécialistes mondiaux en gestion de l'énergie et des automatismes. Les actions de Schneider sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000121972.

1.1.2 Présentation de la société visée par l'Offre – IGE+XAO

IGE+XAO est une société anonyme immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Toulouse sous le numéro 338 514 987, dont le siège social se situe au 16 boulevard Déodat de Séverac, 31770 Colomiers.

A la date du dépôt du projet de note d'information le 30 septembre 2021, son capital social s'élève à 5.021.866,85 euros divisé en 1.304.381 actions ordinaires de 3,85 euros de valeur nominale chacune et se répartit de la manière suivante :

Figure 1. Répartition du capital et des droits de vote de IGE+XAO

	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote	En % des droits de vote
SEISAS	883 876	67,76%	1 767 752	78,34%
ORFIM	89 832	6,89%	157 674	6,99%
Autres actionnaires	326 239	25,01%	326 720	14,48%
Actions auto-détenues	4 434	0,34%	4 434	0,20%
Total	1 304 381	100,00%	2 256 580	100,00%

Source : projet de note d'information

L'Initiateur dispose à la date du dépôt du projet de note d'information de 67,76% du capital et 78,34% des droits de vote, étant précisé qu'il n'a pas procédé à l'acquisition d'actions IGE+XAO au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'Offre.

Les actions IGE+XAO sont admises aux négociations sur Euronext Paris, compartiment B, sous le code ISIN FR00000030827.

IGE+XAO conçoit, produit, commercialise et assure la maintenance d'une gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO), de gestion du cycle de vie des produits (« Product Life Management », ou PLM) et de simulation. Sa gamme de logiciels vise à aider les industriels à concevoir et à maintenir la partie électrique de tout type d'installation.

1.2 Présentation des modalités de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du projet de note d'information de SEISAS.

L'Initiateur s'engage à acquérir la totalité des actions de IGE+XAO qu'il ne détient pas à la date du projet de note d'information, soit 416.071 actions, étant précisé que les 4.434 actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre.

Le Prix d'offre est fixé à 260€.

1.3 Présentation des motifs de l'Offre

Il est exposé au paragraphe 1.1.3 du projet de note d'information que :

« L'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie de Schneider Electric exposée lors de la précédente opération, initiée en novembre 2017, à l'issue de laquelle SEISAS avait acquis une participation majoritaire dans IGE+XAO.

Cette stratégie consiste à constituer, par croissance externe et développement interne, une offre de logiciel couvrant l'intégralité du cycle de conception, de construction, de gestion et de maintenance des installations électriques et des bâtiments, et d'accompagner ainsi la base de clientèle de Schneider Electric dans ses efforts de transformation digitale.

Cette stratégie se distingue des traditionnelles initiatives d'extension d'offre en ce que ces logiciels ont vocation à être utilisés indépendamment de l'origine des produits et équipements électriques qu'ils permettent d'installer et de gérer. Ils doivent rester totalement « agnostiques »¹ vis-à-vis des fabricants de matériel électrique.

Au sein de cette Division Energy Management Software, Schneider Electric souhaite positionner IGE+XAO comme une entité purement opérationnelle. Cette entité conservera sa vocation première d'éditeur indépendant de logiciel de Conception Assistée par Ordinateur (CAO) électrique et de gestion du cycle de vie « Product Life Management » (PLM). Toutefois, sa mission sera étendue, notamment pour fédérer des activités logicielles aujourd'hui dispersées chez Schneider Electric et pour devenir progressivement un centre d'excellence en matière de Recherche & Développement.

Dans ce contexte, IGE+XAO n'a plus vocation à demeurer une société cotée, les contraintes de la cotation constituant un obstacle important au repositionnement de la Société, tel que précédemment décrit. Une intégration complète facilitera aussi la mise en conformité des opérations de la Société avec les normes et standards de Schneider Electric. Elle s'opérera

¹ Un logiciel agnostique vis-à-vis des fabricants de matériel électrique est un logiciel compatible avec, et permettant de gérer tout type de matériel électrique indépendamment de leur fabricant.

dans une parfaite continuité de l'engagement de IGE+XAO envers ses clients et partenaires. Notamment, IGE+XAO continuera de les servir en tant qu'éditeur de logiciel indépendant et ces logiciels resteront totalement agnostiques vis-à-vis des fabricants de matériel électrique ».

Les motifs de l'Offre exposés par l'Initiateur le conduisent à indiquer que *« dans l'hypothèse où il détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote d'IGE+XAO à l'issue de la présente Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire ».*

1.4 Intentions de l'Initiateur

Il est décrit au paragraphe 1.2 du projet de note d'information les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir dont les principales sont les suivantes :

1.4.1 Intentions en termes de stratégie et de poursuite des activités de la Société

L'Initiateur expose que la stratégie qu'il compte mettre en œuvre, décrite au paragraphe 1.1.3 du projet de note d'information, inclut *« la poursuite du développement géographique et de l'extension de l'offre logicielle d'IGE+XAO »* et *« une expansion des activités de Recherche & Développement »* en lien avec les nouvelles missions qu'il est envisagé de lui confier.

1.4.2 Intentions en matière d'emploi

L'Initiateur indique que l'Offre *« n'entraînera pas de restructuration ou de suppression de poste »* et précise que *« il est envisagé d'ajuster progressivement les niveaux de rémunération des salariés de la Société afin de conserver son niveau d'attractivité, ainsi que de renforcer le plan d'intéressement à long terme de la Société au travers de l'attribution d'actions de performance Schneider Electric ».*

1.4.3 Intentions concernant la politique de distribution de dividende

L'Initiateur avertit qu'il *« se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement ».*

1.4.4 Intentions concernant une éventuelle fusion

L'Initiateur indique dans les termes suivants qu'une fusion pourrait être réalisée : *« dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une fusion de la Société avec Schneider Electric ou, le cas échéant, une autre entité du Groupe, au cours de l'exercice 2022, après réalisation des travaux d'analyse ».*

Il précise que *« cette fusion serait motivée par l'incompatibilité de la stratégie de la Division Energy Management Software de Schneider Electric avec le maintien d'entités indépendantes au sein des entités opérationnelles de la Division ».*

1.4.5 Intentions en matière de retrait obligatoire – radiation de cote

L'Initiateur a exprimé l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire si les conditions sont réunies. Ce retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix d'offre.

En l'absence de mise en œuvre de cette procédure de retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation des actions IGE+XAO, si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Paris sont réunies.

1.4.6 Synergies et gains économiques attendus de l'Offre

En premier lieu, l'Initiateur expose dans le projet de note d'information que le plan d'affaires couvrant la période 2021 – 2024 qui a été élaboré par le management d'IGE+XAO, présenté au conseil d'administration de la Société le 19 juillet 2021, et approuvé par ce dernier lors de cette même séance, tient compte de synergies de revenus générés par le réseau de vente de Schneider à l'international, à hauteur de 2 m€ par an.

En deuxième lieu, l'Initiateur précise qu'une radiation des actions IGE+XAO de la cote entraînerait une économie annuelle de coûts de cotation estimée à 0,1 m€.

En troisième lieu, l'Initiateur indique quelles seraient les conséquences d'une intégration globale d'IGE+XAO au sein de Schneider, conditionnée à une prise de contrôle totale obtenue au terme d'un retrait obligatoire ou d'une fusion.

Tout d'abord, elle permettrait l'évolution de l'offre logicielle existante d'IGE+XAO et son intégration dans une nouvelle plateforme intégrée, dont le développement n'a pas démarré.

Ensuite, elle conduirait à un transfert d'activités de développement de logiciels à des fins internes² à Scheider dont les coûts annuels sont estimés à 8,5 m€. Il convient de noter que dans le cadre de relations entre entités juridiques distinctes, ce type de coût fait l'objet de refacturation en intégrant un mark-up en application des principes en matière de prix de transfert.

Enfin, elle entraînerait une convergence des politiques de rémunération et des processus en matière de conformité et de système d'information qui représenterait, progressivement, un surcoût annuel, sans contrepartie en termes de revenus, respectivement de 2,7 m€ et 1,1 m€.

L'Initiateur nous a confirmé ces synergies et gains attendus de l'Offre dans la lettre d'affirmation qu'il nous a transmise.

1.5 Financement de l'Offre

L'Initiateur indique au paragraphe 2.9.2 du projet de note d'information financer l'Offre intégralement sur ses fonds disponibles en trésorerie.

² Voir également le paragraphe 1.1.3 du projet de note d'information.

2. Présentation d'IGE+XAO

2.1 Activité et modèle économique d'IGE+XAO

2.1.1 Un acteur de niche du secteur des logiciels destinés à la CAO, la PLM et la simulation principalement actif en Europe, à la croissance régulière...

Fondée en 1986, IGE+XAO s'est spécialisée dans la conception, la production, la commercialisation et la maintenance d'une **gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO), de gestion du cycle de vie (PLM) et de simulation, dédiée à l'électricité.**

Plus précisément, ses logiciels permettent de **concevoir et maintenir la partie électrique de tout type d'installation.**

Ils s'adressent à l'ensemble des segments du marché en étant destinés aux secteurs du transport (aérien, ferroviaire, automobile, construction navale), de l'industrie (machines-outils, construction et automatisation des usines, énergie, secteur minier...) et de la construction (bâtiments, infrastructures...).

Globalement, IGE+XAO se développe ainsi dans une niche de l'univers des logiciels de CAO, PLM et simulation.

IGE+XAO commercialise ses produits sous la forme de licences perpétuelles ou d'abonnements.

La vente de licences perpétuelles consiste à faire payer une redevance en contrepartie du droit d'utiliser indéfiniment le logiciel. A ce coût initial s'ajoute un contrat de maintenance facultatif, représentant un pourcentage du prix de la licence, qui donne le droit d'avoir accès aux mises à jour du produit et au service de support technique.

La vente par abonnement consiste à faire payer annuellement le droit d'utiliser un logiciel et d'avoir accès aux mises à jour et au service de support technique.

La vente par abonnement est aujourd'hui réputée constituer le modèle économique privilégié dans le domaine de l'édition de logiciel car elle permettrait (i) d'élargir la clientèle en diminuant le coût initial d'accès à un logiciel et (ii) d'augmenter le chiffre d'affaires par client à terme, la perte de revenu initiale étant compensée par une durée plus longue pendant laquelle un client paie un abonnement dont le montant est supérieur aux coûts de contrat de maintenance³.

³ La transition d'un modèle de vente de licences perpétuelles à un modèle de vente d'abonnements est couteuse à court terme pour un éditeur de logiciel, au sens où il perd au cours de l'exercice de la transition le chiffre d'affaires lié à la vente d'une licence (y compris éventuellement maintenance) au profit du chiffre d'affaires lié à un abonnement, dont le montant est moindre. Le changement de modèle s'avère rentable quand le stock d'abonnements est suffisant pour que le chiffre d'affaires sur les abonnements signés dans le passé soit supérieur au chiffre d'affaires perdu une année donnée pour avoir commercialisé des nouveaux abonnements plutôt que de nouvelles licences (y compris maintenance).

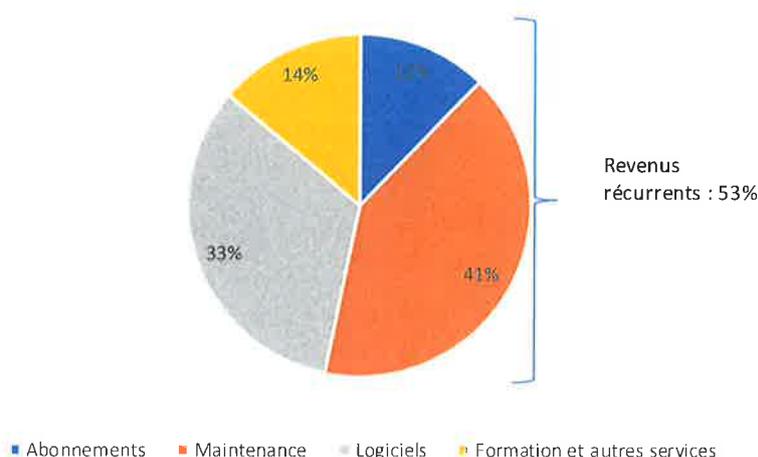
Elle est une étape vers un modèle cible dit SaaS (Software as a Service) consistant à facturer à la fois l'usage d'un logiciel en fonction de son utilisation effective ainsi que l'hébergement de ce dernier et des données produites, modèle qui nécessite une plateforme technologique qu'IGE+XAO n'a pas encore développé.

IGE+XAO vend également des prestations d'installation de ses logiciels, de formation à leur utilisation et plus largement de conseil.

Sur la base de ses données financières du premier semestre 2021, il apparaît que **le chiffre d'affaires d'IGE+XAO est en majorité récurrent** (précisément 53%). Il résulte toutefois encore beaucoup plus des revenus de maintenance liés à la vente de licence (41%) que des revenus des abonnements (12%).

La part du chiffre d'affaires services traduit l'importance de la formation en vue d'une utilisation optimale des logiciels ainsi que des prestations effectuées principalement chez les grands-comptes pour intégrer les solutions IGE+XAO dans leur écosystème logiciel.

Figure 2. Répartition du chiffre d'affaires d'IGE+XAO par catégorie de revenus au 1^{er} semestre 2021



Source : rapport financier semestriel 2021 d'IGE+XAO, calculs DKEC

IGE+XAO s'avère être un **éditeur de logiciel dont l'emprise est essentiellement européenne et plus particulièrement française** dans la mesure où il a réalisé 37% en France et 63% de son chiffre d'affaires à l'international en 2020⁴.

Cette diversification géographique encore limitée de son activité est, notamment, la conséquence des freins que représente la **nécessaire adaptation de ses logiciels aux normes électriques locales et aux contraintes des constructeurs de matériels électriques (intégration de leurs librairies)**.

L'existence de ces normes a, en effet, favorisé, historiquement, l'apparition de solutions logicielles locales, dont les parts de marché demeurent élevées, compte tenu de la fidélité des

⁴ Source : Société.

clients (cf. paragraphe suivant). Elle a empêché, en revanche, l'émergence de solutions logicielles globales.

IGE+XAO a enregistré une **croissance régulière de son activité**, si on exclut l'exception que constitue l'année 2020, qui s'est inscrite dans une fourchette de +2,9% à +8,3% entre 2013 et 2019.

Le taux de croissance annuel moyen (TCAM) de son chiffre d'affaires s'est élevé ainsi à +5,5% entre 2013 et 2019 que l'on peut diviser entre une croissance moyenne de +4,3% sur les 5 exercices précédant la prise de contrôle par Schneider et de +7,4% sur les 2 exercices suivant cette prise de contrôle.

Ce taux de croissance annuel moyen est réduit à +4,3% en étendant la période d'analyse à l'année 2020 et en tenant ainsi compte de l'impact de la crise sanitaire.

Figure 3. Evolution du chiffre d'affaires d'IGE+XAO entre ses exercices clos le 31/07/2013 et le 31/12/2020⁵



Source : états financiers d'IGE+XAO, calculs DKEC

Cette croissance régulière du chiffre d'affaires d'IGE+XAO trouve son origine dans la **progression continue du nombre de licences de ses logiciels en exploitation**, du fait de la poursuite de la digitalisation des processus des entreprises et de son expansion géographique, qui **alimente les revenus (i) de maintenance**, dont le taux a progressivement été augmenté pour refléter l'enrichissement des versions proposées, **(ii) de souscription et (iii) des autres services**.

⁵ IGE + XAO a modifié la date de clôture de son exercice du 31 juillet au 31 décembre au cours de l'année 2018. L'évolution du chiffre d'affaires au 31/12/2018 est calculée sur les 12 mois de l'année 2018 par rapport aux 12 mois de l'exercice clos le 31 juillet 2017.

2.1.2 ...protégé par d'importantes barrières à l'entrée qui protègent les revenus mais ralentissent la conquête de nouveaux territoires et clients...

Le modèle économique d'IGE+XAO repose, comme pour beaucoup d'éditeurs de logiciels métiers, sur d'importantes barrières à l'entrée qui s'articulent autour de deux axes.

D'une part, et principalement, une entreprise supporte des coûts élevés lorsqu'elle veut changer⁶ un logiciel métier du type de ceux vendus par IGE+XAO car :

- 1/ Les salariés habitués à un logiciel métier devront être formés sur un nouveau logiciel (ce qui entraîne des coûts de formation) et subiront une perte de productivité au cours de la nouvelle phase d'apprentissage (ce qui provoque des coûts de sous-productivité).
- 2/ Les données stockées dans un environnement logiciel donné ne peuvent être que difficilement migrées vers un nouvel environnement logiciel, quand cela est possible.

Ainsi, l'ensemble de ces coûts de changement d'éditeur de logiciel est souvent supérieur au différentiel de prix entre les produits de deux éditeurs de logiciel.

Il en résulte que :

- 1/ Le taux d'attrition de la base de clients d'un éditeur de logiciel métier est souvent très faible.
- 2/ La fidélité des clients conjuguée au modèle économique basé sur des frais de maintenance ou sur l'abonnement assure une forte récurrence des revenus, même en période de crise économique.
- 3/ La conquête de nouveaux clients dans une zone géographique donnée ou sur une nouvelle zone géographique est, en revanche, freinée par cette fidélité des clients à leur fournisseur habituel.

Il convient de noter que la difficulté à conquérir des clients sur une nouvelle zone géographique est amplifiée pour IGE + XAO, en fait, par trois éléments supplémentaires :

- 1/ Les entreprises peuvent être réticentes à adopter un logiciel si elles ne disposent pas dans leur pays d'un vivier de personnes susceptibles d'utiliser le logiciel, faute d'avoir eu l'occasion d'y être formé, même si l'éditeur fournit, par ailleurs, des services de formation.
- 2/ Le haut niveau de fonctionnalités métiers des logiciels d'IGE+XAO suppose la mise en place d'équipes de vente en directe et d'après-vente dans chaque pays, ce qui ralentit le rythme de déploiement par rapport à un logiciel plus généraliste qui peut disposer de forces de vente indirectes assurées par des partenaires.
- 3/ IGE+XAO entre en concurrence avec certains éditeurs de logiciels plus généralistes tels que Dassault Systèmes ou Autodesk (Autocad) pour qui la conception électrique est un module au sein d'une offre plus complète et qui bénéficient d'une force de vente plus puissante et d'un vivier d'ingénieurs formés à leurs produits.

⁶ On parle de switching costs.

D'autre part, la reconstitution d'une offre logicielle équivalente à celle d'IGE+XAO supposerait d'engager des coûts de développement élevés qu'il serait difficile de rentabiliser compte tenu des difficultés susmentionnées concernant la constitution d'une base de clients.

Il en résulte qu'IGE+XAO bénéficie d'une forte fidélité de ses clients et s'avère relativement à l'abri de l'entrée de nouveaux concurrents.

2.1.3 ...dont le modèle économique se caractérise par de fortes marges et une faible intensité capitalistique faisant de la croissance le paramètre clé de valorisation

La valeur des offres logicielles d'IGE+XAO, qui sont à l'origine d'importants gains de productivité chez ses clients, conjuguée aux fortes barrières à l'entrée dont elle bénéficie expliquent sans doute pourquoi son activité affiche **une profitabilité élevée** : son taux de marge opérationnelle courant s'établissait à 28,8% en 2019 avant la crise sanitaire.

A cet égard, il faut noter que le levier opérationnel⁷ d'IGE+XAO s'avère relativement important. En effet, le coût marginal d'une licence ou d'un abonnement est quasi-nul tandis que ses charges sont essentiellement fixes bien qu'en partie discrétionnaires (recherche et développement, marketing et commercial, frais généraux...).

Parallèlement, **l'intensité capitalistique de l'activité d'IGE+XAO est négative** au sens où le montant des capitaux qu'elle doit employer pour réaliser son activité s'avère négatif. Cette situation résulte de la conjonction de trois éléments. En premier lieu, le métier de l'édition de logiciel ne nécessite que des investissements très limités en actifs corporels. En deuxième lieu, le principal poste d'investissement d'IGE+XAO correspond à ses frais de développement qu'elle n'active pas à son bilan. En dernier lieu, le besoin en fonds de roulement d'IGE+XAO est négatif car son activité ne nécessite la constitution d'aucun stock, tandis que les activités de maintenance génèrent un montant élevé de produits constatés d'avance, qui constituent une ressource.

Il en résulte que **le résultat opérationnel après impôt d'IGE+XAO a vocation à se transformer intégralement en flux de trésorerie pour ses actionnaires**, voire à ce que ce taux de transformation soit supérieur à 100% si la croissance génère une ressource sous forme de BFR négatif.

Dans ce contexte, on comprend que **le paramètre clé de valorisation d'une entreprise, comme IGE+XAO, correspond au taux de croissance de son activité.**

Pour illustrer ce point, on peut se référer au modèle de valorisation à une période dit de Gordon Shapiro où la valeur d'entreprise (VE) est égale au flux de trésorerie d'exploitation (FCF) divisé par la différence entre le taux d'actualisation (r) et le taux de croissance (g) de telle sorte que :

$$VE = FCF / (r - g)$$

⁷ Le levier opérationnel représente l'influence qu'une variation du chiffre d'affaires a sur le niveau de la marge opérationnelle. Un levier opérationnel élevé survient lorsqu'une société a des coûts fixes élevés.

Où :

- **FCF = EBIT x [1 – IS]** (soit le résultat opérationnel courant ou EBIT, après impôt) x **α** (soit le taux de transformation de ce résultat en flux de trésorerie) ;
- **$\alpha = 1 - g / \text{ROCE}^8$** (soit le taux de rentabilité des capitaux employés égal à EBIT x [1 – IS] / capitaux employés).

Ainsi, pour un taux d'actualisation donné, la croissance est susceptible :

- d'augmenter le taux de transformation du résultat opérationnel en flux de trésorerie (soit le coefficient α) compte tenu de la ressource constituée par le BFR ;
- d'avoir un effet positif sur le taux de marge (et donc directement sur l'EBIT et la génération de flux de trésorerie) compte tenu du levier opérationnel élevé observé dans le domaine de l'édition de logiciel ;
- d'augmenter le multiple appliqué au flux de trésorerie pour évaluer la société.

Ce multiple correspond, en effet, à l'inverse de la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance.

Or, plus le taux de croissance est élevé à un taux d'actualisation donné, plus la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance est faible et plus son inverse correspond à un multiple élevé.

Toutefois, même dans un secteur comme l'édition de logiciels qui recèle de nombreuses opportunités de croissance, augmenter le taux de croissance suppose d'accroître les investissements commerciaux, marketing, en développement de produit... qui constituent des charges qui dégradent le taux de marge, à tout le moins dans un premier temps, avant que l'effet de levier opérationnel compense cet effet.

Il existe alors, sans doute, un optimum, qui ne peut être trouvé par les dirigeants que de manière empirique en fonction de la situation concurrentielle, où il est pertinent de limiter momentanément le niveau de taux de marge pour augmenter la croissance.

Pour l'exprimer autrement :

- maximiser le taux de marge à court ou moyen terme ne constitue pas nécessairement la meilleure stratégie pour maximiser la valorisation d'une société d'édition de logiciels ;
- la limitation momentanée du taux de marge peut améliorer la valorisation d'une société d'édition de logiciels si elle entraîne une hausse du taux de croissance attendu et des multiples de valorisation en conséquence.

⁸ Notons que dans le cas d'espèce, le ROCE est mathématiquement négatif car les capitaux employés sont négatifs. Il en résulte que le coefficient α **est supérieur à 1 et croissant en fonction du taux de croissance.**

2.2 Performances financières historiques d'IGE+XAO

2.2.1 Une activité en croissance régulière, aux marges élevées, ayant retrouvé dès le premier semestre 2021 son niveau précédent la crise sanitaire...

La figure 4 présente l'évolution des résultats opérationnels d'IGE+XAO de l'exercice précédant la prise de contrôle de Schneider, clos le 31 juillet 2017, jusqu'au premier semestre 2021.

Figure 4. Compte de résultat simplifié d'IGE+XAO entre son exercice clos le 31 juillet 2017 et le 1^{er} semestre 2021 (en k€)

En k€	31/07/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	30/06/19	30/06/20	30/06/21
	12m	12m	12m	12 m	6 m	6 m	6 m
Chiffre d'affaires	29 439	31 886	33 933	32 676	17 224	15 845	17 767
<i>Croissance</i>	4,7%	8,3%	6,4%	-3,7%	7,6%	-8,0%	12,1%
Autres produits d'exploitation ⁹	908	828	935	840	431	330	331
Autres services extérieurs	6 558	7 166	6 760	5 529	3 292	3 108	3 378
Impôts et taxes	468	473	702	524	338	279	215
Charges de personnel	14 940	15 342	16 026	14 960	8 003	7 611	8 632
Autres produits et charges opérationnels			0	154			
EBITDA	8 381	9 733	11 380	12 349	6 022	5 177	5 873
<i>En % du CA</i>	28,5%	30,5%	33,5%	37,8%	35,0%	32,7%	33,1%
Dot° aux amortissement et provisions ¹⁰	434	456	1 610	1 725	762	851	890
Résultat opérationnel courant	7 947	9 277	9 770	10 624	5 260	4 326	4 983
<i>En % du CA</i>	27,0%	29,1%	28,8%	32,5%	30,5%	27,3%	28,0%
Autres produits et charges			7				
Résultat opérationnel	7 947	9 277	9 777	10 624	5 260	4 326	4 983

Source : états financiers d'IGE+XAO, analyses DKEC

La période étudiée est marquée, tout d'abord, par :

- une accélération de la croissance de l'activité d'IGE+XAO au cours des exercices 2018 et 2019 suivant la prise de contrôle de Schneider concrétisant la matérialisation de synergies commerciales (+7,4% vs +4,3% sur les 5 exercices précédents, cf. supra) ;
- une légère amélioration de son taux de marge opérationnelle de 180 points de base de 27,0% à 28,8%, illustrant les effets conjugués d'une amélioration de la croissance et d'un levier opérationnel élevé.

Cette période s'est achevée par les conséquences de la crise sanitaire qui s'est avérée un test réussi de la résilience de son modèle économique.

⁹ Dont crédit impôt recherche.

¹⁰ La hausse du poste des dotations aux amortissements et aux provisions au cours de l'exercice 2019 est liée à l'adoption de la norme IFRS 16.

En effet :

- Au cours de l'année 2020 :
 - ✓ La baisse du chiffre d'affaires d'IGE+XAO a été limitée à -3,7% et subie exclusivement sur le premier semestre¹¹. Les revenus récurrents ont, ainsi, fait plus que jouer leur rôle d'amortisseur en progressant de +5% tandis que les ventes de logiciels et de services, directement pénalisées par la limitation des déplacements, chutaient respectivement de -10% et -16%.
 - ✓ Le taux de marge opérationnelle courante a progressé de 370 points de base de 28,8% à 32,5% malgré le levier opérationnel de l'activité grâce à une baisse mécanique de certains postes de coûts en lien avec la pandémie (déplacements, participation à des événements professionnels...) et plus généralement à un strict contrôle des coûts.
- Au cours du premier semestre 2021 :
 - ✓ IGE+XAO a renoué avec la croissance (+12,1% par rapport au 1^{er} semestre 2020) et atteint un niveau de chiffre d'affaires supérieur à celui de 2019 (17.767 k€ vs 17.224 k€, soit + 3,2%) grâce à la poursuite de la croissance des revenus récurrents (+3% par rapport au 1^{er} semestre 2020) et au fort rebond des ventes de licence et de services.
 - ✓ IGE+XAO a poursuivi l'amélioration de son taux de marge opérationnelle courante de 70 points de base par rapport au premier semestre 2020, la hausse des charges opérationnelles liée à la reprise progressive des actions commerciales et à la mise en œuvre de recrutements s'étant avérée moindre que celle du chiffre d'affaires.

Il convient de noter qu'IGE+XAO a publié, le 19 octobre 2021, son chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2021. Il fait apparaître une réduction du rythme de croissance :

- le chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2021 est en hausse respectivement de +1,1% et +0,6% par rapport à la même période de 2020 et 2019 ;
- le chiffre d'affaires des neuf premiers mois de 2021 est en progression respectivement de +8,4% et +2,3% par rapport à la même période de 2020 et 2019.

2.2.2 ... générant une importante trésorerie

Comme nous l'avons indiqué précédemment (cf. paragraphe 2.1.3), le modèle économique d'IGE+XAO présente la particularité que ses capitaux employés sont structurellement négatifs.

Au 30 juin 2021, le ratio rapportant les capitaux employés d'IGE+XAO à son chiffre d'affaires est ainsi négatif à hauteur de -13,4%, soit un niveau relativement proche de celui constaté au 31 décembre 2020 (-13,5%), grâce à la ressource que constitue son besoin en fonds de roulement (-20,2%). Il s'avère supérieur à celui constaté les années précédentes (-8,0% au 31 décembre 2019, -2,5% au 31 décembre 2018 et -8,7% au 31 juillet 2017).

¹¹ Plus précisément, la croissance du 1^{er} semestre 2020 a été négative de -8,0% et la croissance du 2^d semestre positive à hauteur de +0,7% (source : communiqués financiers de l'exercice 2020 d'IGE + XAO).

Ce phénomène, conjugué à la politique de mise en réserve de ses résultats menée par IGE+XAO, qui lui permet de totaliser des fonds propres d'un montant de 52,8 m€ au 30 juin 2021, conduit IGE+XAO à disposer d'une trésorerie abondante.

Figure 5. Bilan économique d'IGE+XAO entre son exercice clos le 31 juillet 2017 et le 1^{er} semestre 2021 (en k€)

En k€	31/07/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	30/06/21
Immobilisations d'exploitation	1 770	2 506	2 710	2 536	2 409
<i>En % du CA</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>6,8%</i>
Besoin en fonds de roulement	-4 327	-3 293	-5 437	-6 963	-7 171
<i>En % du CA</i>	<i>-14,7%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-21,3%</i>	<i>-20,2%</i>
Capitaux employés	-2 557	-787	-2 727	-4 427	-4 762
<i>En % du CA</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-8,0%</i>	<i>-13,5%</i>	<i>-13,4%</i>
Impact bilantiel IFRS 16	0	0	-39	-79	-96
Ecart d'acquisition	2 777	2 777	2 777	2 777	2 777
Titres mis en équivalence	375	329	211	241	284
Impôts différés nets	156	278	356	416	298
Actif économique	751	2 597	578	-1 072	-1 499
Capitaux propres	32 743	36 792	41 424	49 064	52 763
Dette financière nette ajustée ¹²	-31 992	-34 195	-40 846	-50 137	-54 262
Capital financier	751	2 597	578	-1 072	-1 499

Source : états financiers d'IGE+XAO, analyses DKEC

2.3 Synthèse

IGE+XAO est un éditeur de logiciel spécialisé dans une niche (la CAO, la PLM et la simulation dans le domaine électrique) qui bénéficie :

- de parts de marché fortes en France et intéressantes en Europe ;
- de perspectives de croissance régulière grâce à la poursuite de la digitalisation des process des entreprises et de l'extension de son empreinte géographique ;
- d'un modèle économique protégé par d'importantes barrières à l'entrée (coûts de changement des logiciels pour les clients, investissements importants à consentir pour un nouveau concurrent) lui permettant de disposer de marges opérationnelles élevées sans avoir à mobiliser de capitaux sous forme d'immobilisations corporelles et de besoins en fond de roulement pour assurer sa croissance.

L'enjeu en termes de valorisation pour IGE+XAO repose sur le fait de trouver un équilibre entre la réalisation d'investissements commerciaux, marketing et de recherche et développement pouvant dégrader sa marge à court ou moyen terme afin d'accélérer sa croissance, ce dernier paramètre étant déterminant pour les multiples de valorisation.

¹² Hors dettes liées à l'application de la norme IFRS 16 dont l'impact est pris en compte globalement dans la ligne « impact bilantiel IFRS 16 ».

Nous avons noté qu'IGE+XAO bénéficie d'un contexte favorable à sa croissance lié au processus de digitalisation des entreprises et que la prise de contrôle par Schneider a favorisé sa croissance en 2018 et 2019 avant l'irruption de la crise sanitaire.

Mais, il convient de souligner également le principal frein à son développement : accroître son internationalisation dans un contexte où les clients sont très fidèles à leur éditeur de logiciel et où il est nécessaire de déployer une force de vente et de support technique directes pour conquérir de nouveaux marchés.

Figure 6. Matrice SWOT d'IGE+XAO

<p>Forces (Strengths)</p> <ul style="list-style-type: none">- Acteur de référence dans une niche du domaine de la CAO / PLM / Simulation- Fortes barrières à l'entrée liées à la fidélité des clients et des investissements en R&D à consentir- Part importante des revenus récurrents	<p>Faiblesses (Weaknesses)</p> <ul style="list-style-type: none">- Difficulté à conquérir de nouveaux clients compte tenu des switching costs- Difficulté à conquérir de nouveaux territoires compte tenu de l'existence d'acteurs historiques et du besoin de mettre en place une force de vente directe
<p>Opportunités (Opportunities)</p> <ul style="list-style-type: none">- Digitalisation continue des process des entreprises- Nombreux territoires géographiques à conquérir	<p>Menaces (Threats)</p> <ul style="list-style-type: none">- Réduction des volumes de câbles avec le "wireless"- Concurrence de solutions plus généralistes comme AutoCad, d'acteurs globaux ou d'éditeurs de logiciels métiers tels que EPLAN

3. Données structurant l'évaluation d'IGE+XAO

3.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action d'IGE+XAO a été réalisée à la date du **15 octobre 2021**.

Les dates de référence retenues dans ce rapport pour les cours de bourse d'IGE+XAO correspondent :

- au 19 juillet 2021, pour l'analyse du cours de bourse avant l'annonce du projet d'Offre ;
- au 15 octobre 2021, pour l'analyse du cours de bourse après l'annonce du projet d'Offre.

3.2 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions IGE+XAO retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 1.299.947.

Il correspond au nombre de titres formant le capital d'IGE+XAO à la date du présent rapport duquel nous avons déduit les actions auto-détenues au 30 juin 2021.

Figure 7. Détail du nombre d'actions retenu



Nombre de titres formant le capital	1 304 381
Titres auto-détenus	-4 434
Nombre de titres retenus	1 299 947

3.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Nous avons retenu un ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres qui s'élève à +53.761 m€¹³ sur la base des données comptables d'IGE+XAO au 30 juin 2021. Il intègre les éléments suivants :

- (+) la trésorerie d'un montant de 52,861 m€ ;
- (+) les créances d'impôts, soit 2,684 m€ ;
- (+) les titres mis en équivalence retenus pour leur valeur nette comptable, soit 0,284 m€ ;
- (+) les déficits reportables reconnus en impôts différés, soit 0,126 m€ ;
- (-) les avantages au personnel nets d'impôts différés, soit 1,409 m€ ;
- (-) les intérêts minoritaires retenus pour leur valeur nette comptable, soit 0,785 k€.

Ces éléments d'ajustement ont été déterminés hors prise en compte des dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16.

¹³ Cet ajustement conduit à ce que la valeur des titres soit supérieure à la valeur d'entreprise.

Il convient de noter qu'une approche similaire a été retenue pour le passage entre la valeur de marché des fonds propres et la valeur d'entreprise des sociétés comparables cotées consistant à ne pas retenir les dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16 et à tenir compte de la valeur des titres mis en équivalence et des intérêts minoritaires à leur valeur comptable.

4. Eléments d'appréciation du Prix d'Offre

Après avoir exposé les approches d'évaluation écartées pour l'appréciation du Prix d'Offre (4.1), nous mettons en œuvre les méthodes et références retenues (4.2 à 4.4) avant, enfin, d'analyser les synergies liées à l'Offre (4-5).

4.1 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

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

4.1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait valablement pas être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la totalité de la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques certifiées par des commissaires aux comptes.

A titre strictement informatif, les capitaux propres part du groupe au 30 juin 2021 d'IGE+XAO s'établissent à 51,978 m€, soit 39,98 € par action, sur la base d'un nombre d'actions hors actions auto-détenues de 1.299.947.

4.1.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

Selon la base de données Bloomberg, le titre IGE+XAO n'était suivi que par un seul analyste à la date d'annonce de l'Offre, Portzamparc.

Le dernier objectif de cours de ce cabinet date du 18 février 2021, c'est-à-dire postérieurement à l'annonce des résultats annuels 2020 mais antérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du premier trimestre 2021, des résultats semestriels 2021 et du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2021.

Il s'établissait à 206,2€ en hausse par rapport au précédent objectif de 181,3€ du 15 octobre 2020.

La référence aux objectifs de cours des analystes n'apparaît pas pertinente dans le cas d'espèce car la couverture du titre d'IGE+XAO se limitait à un seul analyste dont le dernier objectif ne tenait pas compte des informations récentes relatives à la société (annonce des résultats semestriels 2021 et du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2021) et de l'évolution des marchés sur une période d'environ 8 mois.

4.1.3 Référence à des transactions récentes significatives sur le capital

Nous n'avons pas relevé de transactions récentes significatives sur le capital d'IGE+XAO, sachant que l'Initiateur indique, dans le projet de note d'information, ne pas être intervenu sur le titre IGE+XAO sur une période de douze mois précédant l'annonce de l'Offre le 20 juillet 2021.

Pour mémoire, nous rappelons que Schneider a déposé un premier projet d'offre publique d'achat sur les actions IGE+XAO le 8 novembre 2017, ayant donné lieu à une décision de conformité le 12 décembre 2017, à un prix unitaire de 132,00€ (coupon de 1,55€ attaché).

4.1.3 Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant des actifs patrimoniaux, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Cette méthode apparaît ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective de long-terme. Elle n'a pas été retenue, de ce fait, dans le cas présent.

4.1.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière représentative de leur capacité de distribution.

La trésorerie accumulée par IGE+XAO (cf. paragraphe 2.2.2) témoigne du fait que la politique de distribution mise en œuvre ne reflète pas sa capacité distributive.

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas pertinente au cas présent.

4.1.5 Méthode des transactions comparables

Comme la méthode des comparables boursiers (cf. paragraphe 4.4), la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

Cette méthode capture dans le multiple calculé la prime accordée par l'acquéreur par rapport à la valeur intrinsèque stand-alone de la société acquise, lorsque la transaction est porteuse de synergies.

Cela résulte du fait que la valeur d'entreprise de la cible, intégrant la valeur des synergies accordée à ses actionnaires, est rapprochée de son agrégat de l'année précédant l'acquisition ou de son agrégat estimé pour l'année d'acquisition, qui sont des agrégats ne tenant pas compte des effets des synergies attendues.

A cet égard, nous observons que les dernières transactions dans le secteur des logiciels de CAO / PLM / Simulation sont réalisées par des acteurs industriels susceptibles de générer des synergies. Les multiples issus de ces transactions intègrent donc la quote-part des synergies

concedées aux actionnaires de la cible sans que les informations disponibles ne permettent de calculer un multiple hors synergies¹⁴.

Or, les agrégats du plan d'affaires d'IGE+XAO tiennent d'ores et déjà compte des synergies liées à son rapprochement avec Schneider qui ont pu être mises en œuvre depuis environ trois ans (cf. notamment le paragraphe 1.4.6).

Il en résulte que mettre en œuvre cette approche conduirait à double compter les effets de la prime de contrôle qu'un acquéreur est susceptible de payer aux actionnaires de la cible, via le multiple et via l'agrégat.

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas appropriée au cas d'espèce.

4.2 Référence au cours de bourse – à titre principal

4-2-1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique.

Deux conditions se dégagent pour qu'il en soit ainsi.

En premier lieu, le titre doit être liquide, c'est-à-dire qu'il doit pouvoir être échangé rapidement et à un faible coût¹⁵. S'il n'en est pas ainsi, les investisseurs attendront qu'un écart suffisamment grand apparaisse entre le cours d'un titre et sa valeur estimée pour intervenir, de telle sorte que le cours n'intégrera qu'avec retard l'ensemble des informations pertinentes pour l'évaluation du titre. La liquidité d'un titre est souvent mesurée au travers du taux de rotation de son capital ou de son flottant car plus les coûts de transaction sur un titre sont faibles plus il est échangé. Un corollaire à ce principe est qu'on est susceptible d'observer de brusques variations à la hausse ou à la baisse d'un titre dans de faibles volumes, en l'absence de toute nouvelle significative, lorsqu'un titre est peu liquide.

En second lieu, les opinions favorables et défavorables à l'égard d'un titre doivent pouvoir être intégrées dans son cours, ce qui suppose qu'il ne soit pas sujet à des limites à l'arbitrage, autrement dit qu'il puisse être vendu à découvert. S'il en est différemment, le cours reflètera les opinions des investisseurs les plus optimistes, ce phénomène se trouvant exacerbé pour les sociétés pour lesquelles les divergences d'opinions sont les plus importantes¹⁶. Les limites à l'arbitrage d'un titre sont souvent mesurées à partir du coût du prêt-emprunt sur titres (ou

¹⁴ Même lorsqu'on dispose d'informations sur les synergies attendues d'une transaction, cela ne permet pas de connaître la quote-part des synergies concedées aux actionnaires de la cible au travers du prix payé et donc de calculer un multiple sans synergies.

¹⁵ Les coûts de transaction visés correspondent en particulier aux commissions de courtage, au bid-ask spread pour les ordres d'un faible volume et à l'impact sur le cours pour les ordres d'un volume plus important émanant des investisseurs institutionnels.

¹⁶ Miller, E.M., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, *Journal of Finance*, 1977, vol. 32 n°4.

marge de repo), du pourcentage de son capital détenu par des investisseurs institutionnels¹⁷ et de sa volatilité, qui est un proxy du risque d'arbitrage¹⁸.

4-2-2 Analyse du cours de bourse

a) Analyse de l'évolution du cours de l'action IGE+XAO avant la date d'annonce de l'Offre

Les actions d'IGE+XAO sont admises à la négociation sur Euronext Paris, compartiment B.

La figure suivante présente l'évolution de son cours entre le 15 février 2018 et le 19 juillet 2021, comparée à l'indice CAC Technologie. La date du 15 février 2018 correspond au lendemain de la clôture de la période de réouverture de la première offre réalisée par Schneider tandis que la date du 19 juillet 2021 correspond à la veille de l'annonce du projet d'Offre.

Figure 8. Evolution du cours de l'action IGE+XAO comparée au CAC Technologie entre le 15 février janvier 2018 et le 19 juillet 2021¹⁹



Date	Announces
1	fin mai-21 Hausse du titre sans nouvelles spécifiques
2	16/02/21 Publication résultats annuels 2020
3	nov.-20 Chute des marchés suite au 2d confinement et rebond suite aux annonces sur l'efficacité des vaccins
4	21/07/20 Publication résultats semestriels 2020
5	28/04/20 Publication chiffre d'affaires 1er trimestre 2020
6	mars-20 Chute des marchés suite au 1er confinement
7	11/02/20 Publication résultats annuels 2019
8	23/07/19 Publication résultats semestriels 2019
9	17/04/19 Publication chiffre d'affaires 1er trimestre 2019

¹⁷ Car ils sont plus à même que les investisseurs individuels de prêter leurs titres et donc d'alimenter le marché du prêt-emprunt de titres.

¹⁸ Plus la volatilité est forte plus il existe un risque important pour l'arbitragiste que le cours du titre qu'il vend à découvert continue à s'écarter de sa valeur estimée et qu'il doive clôturer sa position par anticipation, faute de capital suffisant pour la maintenir. Voir par exemple : Gromb, D., Vayanos, D., Limits of Arbitrage, Annual Review of Financial Economics, 2010.

¹⁹ Source des données : Bloomberg.

L'analyse du cours de l'action IGE+XAO fait apparaître que dans l'année qui a suivi la clôture de la première offre réalisée par Schneider (soit environ entre février 2018 et mars 2019) son cours a évolué dans une bande relativement étroite comprise entre 130€ et 150€.

Le titre IGE+XAO a progressé au début du mois d'avril 2019 d'environ 150€ à 170€ en anticipation de la publication du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2019, qui s'est révélée favorable avec une hausse de +7,3%. Il est ensuite demeuré dans une fourchette étroite comprise entre 150€ et 180€ jusqu'à l'annonce du premier confinement au mois de mars 2020.

Le titre IGE+XAO a logiquement souffert de cette annonce mais a retrouvé son niveau antérieur dans la foulée de la publication de ses résultats du 1^{er} semestre 2020. L'annonce du deuxième confinement et des résultats prometteurs des vaccins n'a pas eu d'effet significatif sur le titre.

Ensuite, on peut observer deux phases de progression du titre, l'une à la fin de l'année 2020, où celui-ci passe d'un pallier de 170€ à 200€, l'autre à la fin du mois de mai 2021, où il franchit un nouveau pallier de 200€ à 230€. Durant ces deux périodes, nous ne relevons pas d'information spécifique à IGE+XAO expliquant ces évolutions.

Sur l'ensemble de la période étudiée, on peut également noter que le cours du titre IGE+XAO a connu une progression relativement proche, bien que légèrement supérieure, à celle de l'indice CAC Technologie.

Si on observe plus finement les évolutions quotidiennes du titre IGE+XAO sur la période étudiée, on constate 64 occurrences où la valeur absolue de son évolution a été supérieure à 4% dans des volumes très faibles (en moyenne 251 titres), une faible part de ces occurrences pouvant s'expliquer par une annonce spécifique à IGE+XAO. Ces nombreuses évolutions significatives dans de très faibles volumes illustrent la faible liquidité du titre qui est confirmé par l'analyse de la rotation du flottant (cf. ci-dessous paragraphe c).

b) Analyse de l'évolution du cours de l'action IGE+XAO après la date d'annonce de l'Offre

En présence de marchés efficients, le cours de bourse d'un titre objet d'une offre est égal à une moyenne pondérée entre :

- sa valeur intrinsèque en cas d'échec de l'offre ;
- sa valeur intrinsèque en cas de réussite de l'offre, pour autant que le titre ne fasse pas l'objet d'un retrait obligatoire ;
- le prix d'offre.

Il résulte de ce constat que :

- l'observation d'un cours supérieur au prix d'offre peut signifier alternativement que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque du titre s'avère supérieure au prix d'offre ou que le cours n'est pas efficient²⁰ ;

²⁰ Cela peut se produire si en période d'offre un nombre restreint d'investisseurs achètent des titres dans des volumes étroits.

- l'observation d'un cours inférieur au prix d'offre signifie que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque est inférieure au prix d'offre et qu'il existe une probabilité que l'offre n'arrive pas à son terme²¹.

Dans ce cadre, il est donc significatif d'observer que le cours de l'action IGE+XAO s'est échangé très majoritairement, dans des volumes importants, à un cours inférieur ou équivalent au Prix d'offre entre le 20 juillet et le 15 octobre 2021. Les échanges réalisés à un cours supérieur au Prix d'Offre l'ont été à la fois à un cours proche du Prix d'offre et dans des volumes restreints.

Plus spécifiquement²² :

- Il s'est échangé 95.307 titres IGE+XAO, représentant 7,3% de son capital, depuis l'annonce de l'Offre et jusqu'au 15 octobre 2021.
- Le cours le plus haut atteint par le titre IGE+XAO depuis l'annonce de l'Offre est 264€ (soit +1,5% par rapport au Prix d'offre) au cours de journées où il a été échangé seulement 305 titres.
- Il a été échangé 37.967 titres au cours de séances où le cours le plus haut atteint a dépassé 260€ mais un volume total de 31.818 titres a fait l'objet de transactions au cours de séances où le prix moyen pondéré par les volumes est demeuré inférieur à 260€.

Globalement, ces éléments montrent qu'il n'y a pas d'anticipation de la part du marché que la valeur intrinsèque du titre IGE+XAO serait supérieure au Prix d'Offre.

Figure 9. Evolution du cours de l'action IGE+XAO depuis la date d'annonce de l'Offre²³



²¹ Dans un contexte où le coût de portage des titres jusqu'à la conclusion de l'offre est insignifiant voire négatif dans un environnement de taux d'intérêt à court terme négatif.

²² Source des données : Bloomberg.

²³ Source des données : Bloomberg.

c) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse de l'action

Nous présentons ci-après le cours du titre IGE+XAO à la date du 19 juillet 2021 et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant l'annonce de l'Offre, ainsi que la rotation du capital.

Figure 10. Analyse de la référence au cours de l'action IGE+XAO²⁴

	Spot au	Moyenne			
	19/07/21	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Cours moyen pondéré par les volumes (en €)	226,0	226,4	220,0	202,5	185,8
Prime / Décote	15,0%	14,8%	18,2%	28,4%	39,9%
+ haut (en €)		236,0	238,0	238,0	238,0
+ bas (en €)		218,0	190,0	184,0	150,0
Volume cumulé de titres	5	2 084	4 821	12 603	26 455
Volume moyen de titres		130	103	134	137
Rotation du capital		0,5%	1,2%	3,0%	6,4%

Ce tableau confirme la faible liquidité du titre IGE+XAO au travers de la rotation du flottant que ce soit à court terme (0,5% sur le mois précédent l'annonce de l'Offre) ou à moyen terme (6,4% sur les douze mois précédant l'annonce de l'Offre).

Nous retiendrons, toutefois, la référence au cours de bourse à titre principal pour deux raisons :

- Malgré sa faible liquidité, nous n'avons pas observé que le cours du titre serait systématiquement biaisé par l'incorporation asymétrique des anticipations les plus optimistes, tout en ayant noté certaines variations par saut qui ne s'expliquaient pas par des nouvelles spécifiques au titre.

Or, il s'agit, selon nous, de la principale limite à la référence au cours de bourse en présence d'illiquidité.

- Le cours de bourse constitue un prix de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

Nous relevons alors que le Prix d'offre extériorise :

- une prime de +15% par rapport au cours précédent l'annonce de l'Offre du 19 juillet 2021 ;
- une prime comprise entre +15% et +40% par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois, ces primes nous semblant significatives pour apprécier l'équité des conditions financières de l'Offre dans un contexte où le cours d'IGE+XAO a subi des sauts à la fin de l'année 2020 et au mois de mai 2021, en l'absence de toute information spécifique.

²⁴ Source des données : Bloomberg

4.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal

4.3.1 Principe

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme des flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés à un taux représentatif des risques systématiques supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, minorée de l'endettement financier net.

4.3.2 Prévisions retenues

a) Plan d'affaires d'IGE+XAO 2021 - 2024

IGE+XAO a établi un plan d'affaires sur la période 2021 – 2024 qui a été présenté et approuvé par son conseil d'administration le 19 juillet 2021. Il a été construit :

- 1/ selon une approche bottom-up partant d'hypothèses établies par commercial, par mode de vente et par pays ainsi que par poste de charges pour atteindre les objectifs commerciaux et de développement des produits envisagés ;
- 2/ en retenant les bénéfices de l'appartenance au groupe Schneider, en particulier en termes commerciaux, mais sans prendre en compte les conséquences d'une éventuelle intégration globale (cf. paragraphes 1.4.6 et 4.5) ;
- 3/ en tenant compte du coût d'un retrait de la cote estimé annuellement à 0,1 m€ ;
- 4/ sans prendre en compte le coût de plan d'intéressement à long terme en actions de performance dont bénéficient certains salariés au niveau de Schneider dans la mesure où il n'a pas aujourd'hui été décidé qu'il fasse l'objet d'une refacturation à IGE+XAO²⁵ (cf. paragraphes 1.4.2 et 4.4.3).

Ses hypothèses structurantes sont les suivantes :

- Le chiffre d'affaires est attendu en progression de +15,0% sur l'exercice 2021, grâce à un effet rebond après le recul enregistré en 2020, et en croissance moyenne annuelle de +7,9% sur les années 2022 à 2024.

A la date du présent rapport :

- ✓ les objectifs de chiffre d'affaires pour l'année 2021 apparaissent ambitieux dans la mesure où la croissance du chiffre d'affaires à la fin du 3^{ème} trimestre se limite à +8,4% et où les ventes du 4^{ème} trimestre ne pourront pas bénéficier d'un effet de base aussi favorable que les trimestres précédents ;
- ✓ les objectifs sur la période 2022 – 2024 requerront une bonne dynamique pour être atteints car ils supposent une croissance légèrement plus forte (+0,5%) que celle

²⁵ L'exposé de ce plan et de coûts sur la période 2021 – 2023 a été réalisé lors du conseil d'administration d'IGE + XAO du 20 septembre 2021.

enregistrée depuis la prise de contrôle par Schneider sur les exercices 2018 et 2019, sachant qu'un plan de recrutement important a été lancé dès 2021.

Il est attendu que la dynamique de la période 2022 – 2024 repose sur une poursuite de la croissance des pays où son activité a atteint une certaine maturité en Europe ainsi que des ventes de licences perpétuelles, de maintenance et de services tout en bénéficiant d'une progression rapide des zones géographiques en développement en Europe, Amérique et Asie (TCAM de +24%) ainsi que des ventes par abonnement (TCAM de +13%).

- Le taux de marge opérationnelle courante²⁶ est attendu en baisse en 2021 à un niveau toutefois légèrement supérieur à celui de 2019 du fait d'une normalisation d'un certain nombre de postes de charges (déplacements, prospection commerciale...) et d'efforts de recrutement pour atteindre les objectifs de croissance fixés les années suivantes.
- Le taux de marge opérationnelle courante est ensuite attendu en progression jusqu'à atteindre 30,6% en 2024 sous l'action de deux effets contradictoires. D'une part, les frais de vente et de marketing progressent plus vite que le chiffre d'affaires, traduisant les efforts commerciaux nécessaires à la concrétisation des ambitions d'IGE+XAO. D'autre part, les autres postes de coûts progressent moins rapidement que l'activité, ce qui reflète une meilleure absorption de certaines charges fixes (notamment les frais de recherche et développement ou les frais généraux) dans un contexte de croissance dynamique du chiffre d'affaires.
- Le modèle économique d'IGE+XAO demeure toujours fortement générateur de liquidité dans la mesure où :
 - ✓ le besoin en fonds de roulement continue à constituer une ressource, bien qu'il soit attendu que son niveau rapporté au chiffre d'affaires reflue après le pic en pourcentage de chiffre d'affaires atteint en 2020 ;
 - ✓ le niveau des investissements net des amortissements demeure d'un niveau très limité, étant rappelé que les frais de recherche et développement ne sont pas capitalisés.

Le taux d'imposition retenu s'élève à 25,0%, cohérent avec l'empreinte géographique des activités d'IGE+XAO et le projet de Loi de Finance 2021, étant rappelé le caractère non imposable du CIR.

La valeur des économies d'impôts liées aux reports déficitaires est prise en compte dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres au travers de la valeur comptable du montant des impôts différés actifs correspondants (cf. paragraphe 3.3).

Globalement, le plan d'affaires paraît volontariste dans la mesure où il prend comme origine une année 2021 dont la performance réalisée à la fin du troisième trimestre est limitée, et où il retient une croissance dynamique les années suivantes, supposant un important développement dans des zones où IGE+XAO est actuellement peu implantée.

²⁶ Qui intègre l'effet du crédit impôt recherche qui est déduit des frais de recherche et développement qui ne sont pas capitalisés.

b) Prolongation du plan d'affaires

Le niveau de croissance du chiffre d'affaires prévu pour IGE+XAO à l'horizon 2024 demeure élevé à environ +8%.

Nous avons donc prolongé son plan d'affaires sur une période de 10 ans en retenant les hypothèses suivantes :

- une baisse du taux de croissance du chiffre d'affaires afin de le faire converger vers notre hypothèse de croissance à long terme ;
- un maintien du niveau du taux de marge opérationnelle courante par rapport au niveau de 2024 ;
- une intensité capitalistique demeurant constante²⁷.

Il convient de souligner que :

- la durée relativement longue de la période d'extrapolation vise à appréhender les opportunités de croissance liées au processus continu de digitalisation des entreprises et aux efforts spécifiques menés par IGE+XAO pour étendre son empreinte géographique ;
- le maintien du taux de marge opérationnelle courante observé en 2021 reflète les efforts croissants en matière d'investissements commerciaux que la Société devra réaliser pour recruter des clients dans des zones géographiques où elle est moins bien implantée même si cette croissance permet de mieux absorber certaines charges fixes, comme les frais de recherche et développement.

4.3.3 Taux d'actualisation

a) Principe

Les flux futurs de trésorerie doivent être actualisés au taux de rendement requis par l'ensemble des apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers) qui dépend du risque intrinsèque de l'activité, du levier financier utilisé et de l'avantage procuré par la déductibilité des frais financiers.

Le taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux est traditionnellement déterminé à partir du coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») tandis que le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

L'utilisation d'un coût moyen pondéré du capital est le moyen de tenir compte, implicitement, dans le taux d'actualisation, des économies d'impôts liées à la déductibilité des frais financiers.

Notre estimation du coût des fonds propres K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) :

²⁷ Les ratio « BFR sur chiffre d'affaires » et « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » demeurent globalement constants les années de prolongation du plan d'affaires.

$$K_{PP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché Action} + \text{prime(s) de risque complémentaire(s)}$$

Avec :

Rf :	Taux sans risque
β :	Béta des fonds propres de la société qui mesure son exposition aux risques de marché non diversifiables
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché Action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime(s) de risque complémentaire(s)	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille, à une prime de risque pays ou à une prime spécifique liée à la probabilité de ne pas réaliser le plan d'affaires

b) Paramètres

Structure financière

Nous avons retenu une structure financière cible entièrement composée de fonds propres au regard du fait que dans le modèle économique d'IGE+XAO le BFR constitue une ressource de financement tandis que les investissements incorporels et corporels sont très limités.

Le taux d'actualisation correspond alors à un taux des fonds propres « sans dettes » ce qui signifie que le taux des fonds propres est calculé à partir d'un bêta d'actif.

Taux sans risque

Nous avons retenu un taux sans risque de +0,28% basé sur la moyenne 20 jours du taux de rendement moyen des obligations souveraines européennes utilisées pour calculer la prime de risque de marché 15 octobre 2021 (source : Bloomberg).

Retenir un taux sans risque basé sur les obligations souveraines européennes est cohérent avec la prépondérance des marchés européens dans l'activité d'IGE+XAO (cf. paragraphe 2.1.1).

Prime de risque de marché

Nous avons estimé le taux de rendement attendu du marché action au 15 octobre 2021 à 6,63%. Ce taux de rendement attendu du marché action a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des flux de dividende mis en œuvre sur la base de l'indice STOXX Europe 600²⁸.

²⁸ Spécifiquement, le taux de rendement attendu du marché action est estimé sur la base du consensus des bénéfices des analystes extrapolé sur une période de deux ans pour faire converger le taux de croissance vers le taux attendu à long terme. Le montant des dividendes est estimé à partir des bénéfices déterminés par les analystes, le taux de croissance retenu et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette approche permet d'éviter les problèmes d'estimations basées sur les flux de dividende distribués qui ne tiennent compte ni de l'émission d'actions nouvelles ni de l'évolution de la structure financière. Concernant le choix méthodologique consistant à référer à des données agrégées au niveau d'un indice pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Li, Y., Ng, D.T., Swaminathan, B., Predicting market returns using aggregate implied cost of capital,

Après déduction d'un taux sans risque moyen européen de +0,28%, la **prime de risque estimée de marché s'élève à 6,35%**.

Bêta sectoriel

Nous avons estimé le bêta d'IGE+XAO en deux étapes.

Tout d'abord, nous observons que le bêta d'actif médian des sociétés de notre échantillon de comparables cotés s'élève 0,98.

Ensuite, il convient de noter que d'un point de vue fondamental le bêta d'actif d'une société dépend de la sensibilité de son chiffre d'affaires à la conjoncture économique et de son levier opérationnel.

Or, nous avons observé que le modèle économique d'IGE+XAO se caractérise par un poids élevé des charges fixes tandis que la sensibilité de son chiffre d'affaires à la conjoncture économique est atténuée par le poids des revenus récurrents.

Au regard de ces éléments, nous retenons un bêta d'actif pour IGE+XAO arrondi à 1,0.

Prime de taille

La prime de taille correspond à la constatation empirique que le taux de rendement ajusté du risque²⁹ des sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille.

Bien que la prise en compte d'une prime de taille soit sujette à controverse³⁰, nous considérons que le nombre et la diversité des analyses empiriques réalisées en la matière aussi bien dans le domaine universitaire³¹ que dans le domaine de la gestion d'actifs³² justifie de la retenir en matière d'évaluation.

Nous retenons la prime de taille estimée par le cabinet Duff & Phelps qui s'élève à 2,29% pour les sociétés dont la capitalisation est cohérente avec celle d'IGE+XAO.

c) Taux d'actualisation retenu

Sur la base des paramètres précédemment exposés, nous retenons un taux d'actualisation de 8,9%.

Journal of Financial Economics, 2013. Concernant le choix méthodologique consistant à retenir les dividendes distribuables plutôt que les dividendes distribués pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Straehl, P.U., Ibbotson, R.G., The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payout and the Real Economy, Financial Analyst Journal, 2017 et Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., Roberts, M.R., On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing, The Journal of Finance, 2007.

²⁹ Le risque mesuré par le coefficient bêta du MEDAF.

³⁰ Par exemple : Damodaran, A., The Small Cap Premium, Where is the beef, 2015.

³¹ Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T.J., Pedersen, L.H., Size matters, if you control for your junk, Journal of Financial Economics, 2018.

Levy, M., Levy, H., Under-Diversification and the Size Effect, working papers, 2019.

³² Alquist, R., Israel, R., Moskowitz, T.J., Fact, Fiction, and the Size Effect, The Journal of Portfolio Management, 2018.

4.3.4 Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale dépend, outre du taux d'actualisation, de deux paramètres : le taux de croissance à long terme retenu et l'évolution du taux de rendement des capitaux employés au-delà de l'horizon de prévisions explicites.

En premier lieu, nous observons qu'IGE+XAO disposera sans doute encore d'un potentiel de croissance de son activité notamment dans le cadre de la poursuite de son expansion géographique.

C'est pourquoi nous retenons un taux de croissance à long terme de 2,5% supérieur au taux d'inflation anticipé à long terme de 1,8%³³.

En second lieu, nous avons relevé que son activité était protégée par d'importantes barrières à l'entrée. C'est pourquoi nous considérons qu'elle sera en mesure de conserver le taux de marge opérationnelle courante utilisé à la fin de l'horizon de prévision avec une intensité capitalistique constante.

4.3.5 Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des DCF aboutit dans notre scénario central à une **valorisation de l'action IGE+XAO de 199€** sur la base de laquelle le Prix d'offre fait ressortir une **prime de 31%**.

Par ailleurs, nous avons procédé à une première analyse de sensibilité de la valorisation de l'action IGE+XAO :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,5% ;
- au taux de croissance à long terme en retenant un pas de +/- 0,5% ;

Figure 11. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation				
		7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	206	194	183	174	166
	2,0%	216	202	190	180	171
	2,5%	228	212	199	187	177
	3,0%	243	224	208	195	184
	3,5%	261	238	220	205	192

Nous avons également procédé à une analyse de sensibilité de la valorisation de l'action IGE+XAO :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,5% ;
- à son taux de marge opérationnelle courante à long terme en retenant un pas de +/- 0,5%.

³³ Source : prévision d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels selon l'étude réalisée par la Banque Centrale Européenne du 3^{ème} trimestre 2021.

Figure 12. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de marge

		Taux d'actualisation				
		7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Tx marge à LT	29,6%	224	208	195	184	174
	30,1%	226	210	197	186	176
	30,6%	228	212	199	187	177
	31,1%	230	214	200	189	178
	31,6%	233	216	202	190	180

Sur la base de nos analyses de sensibilité, la valeur de l'action IGE+XAO s'établit dans une fourchette de **187€ à 212€**, extériorisant une prime par rapport au Prix d'offre comprise entre **23% et 39%**.

4.4 Méthode des comparables boursiers – à titre principal

4-4-1 Principe

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendées au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

4-4-2 Présentation de l'échantillon retenu

Dans l'univers des éditeurs de logiciels industriels, nous avons recherché des sociétés dont l'activité les conduisait à intervenir principalement dans les domaines de la CAO, de la PLM ou de la simulation en Europe, aux USA et au Japon.

Compte tenu des différences pouvant exister selon les sociétés en termes de domaine particulier d'intervention, de mix des activités, d'exposition aux zones géographiques et de taille nous avons pris le parti de constituer un échantillon relativement large comptant onze sociétés qui sont les suivantes :

- **Dassault Systèmes** : créée en France en 1981 pour développer à l'origine des logiciels de modélisation en trois dimensions destinés à la conception de maquettes aérodynamiques dans le but de réduire le temps d'essai en soufflerie, elle a progressivement étendu l'application des modélisations en 3D à la conception d'une grande variété de pièces jusqu'à la conception intégrée des produits en 3D et développé une solution de gestion du cycle de vie des produits en 3D. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 4,5 milliards d'euros en 2020.
- **Nemetschek** : créée en Allemagne, elle offre des solutions logicielles de conception et d'ingénierie tout au long du cycle de vie des constructions ainsi que dans le domaine des médias. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 0,6 milliards d'euros en 2020.
- **PTC** : il s'agit d'une société américaine qui propose un portefeuille de solutions de CAO, de PLM et de gestion du cycle de vie des services. Elle propose également une suite de solutions

pour l'Internet des objets (IoT). Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1,5 md\$ pour son exercice clos le 30 septembre 2020.

- **Trimble** : il s'agit d'une société américaine qui fournit des solutions de modélisation 3D, de CAO et de systèmes embarqués pour les secteurs de l'agriculture, de la construction, de la gestion de ressources, de l'industrie géospatiale et des transports. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3,1 md\$ en 2020.
- **Cadence Design Systems** : il s'agit d'une société américaine qui fournit des logiciels et des services pour la modélisation, la production et la vérification des semi-conducteurs (EDA). Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 2,4 md\$ en 2020.
- **Synopsys** : il s'agit comme Cadence d'une société américaine qui fournit des logiciels et des services pour la modélisation, la production et la vérification des semi-conducteurs. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3,7 md\$ pour son exercice clos le 31 octobre 2020.
- **Ansys** : il s'agit d'une société américaine spécialisée dans les logiciels de simulation multiphysique, c'est-à-dire la simulation informatique mettant en jeu des lois physiques dans des domaines multiples (mécanique, thermodynamique, dynamique des fluides...). Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 1,7 mds\$.
- **Hexagon** : il s'agit d'une société d'origine suédoise dont le portefeuille de produits inclut des solutions d'ingénierie assistée par ordinateur, des produits de CFAO, des solutions de métrologie matérielles et logicielles, de même que des systèmes de gestion des données et des outils d'analyse. Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 3,8 mds€.
- **Mensch und Maschine Software (M&M)** : il s'agit d'une société d'origine allemande qui fournit des logiciels de conception, de fabrication et d'ingénierie assistées par ordinateurs (CAO/FAO/IAO), de gestion des données produits et de modélisation et gestion des bâtiments. Ses activités se divisent entre une division d'édition de logiciel et une autre de vente de logiciels tiers avec des services associés (VAR). Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 244 m€.
- **Lectra** : il s'agit d'une société d'origine française spécialisée dans le développement de logiciels et d'équipements de conception et de fabrication assistée par ordinateur (CFAO) destinés aux industries utilisatrices de tissus, de cuir et de textiles techniques. Elle a récemment procédé à l'acquisition de son principal concurrent américain, Gerber. Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 236 m€.
- **Zuken** : il s'agit d'une société d'origine japonaise fournissant des logiciels et des services pour l'ingénierie électrique et électronique. Elle a réalisé au titre de son exercice clos le 31 mars 2021 un chiffre d'affaires de 28,8 milliards de yen, soit environ 217 millions d'euros sur la base du taux de change au 15 octobre 2021.

Nous n'avons pas retenu la société Autodesk dont le modèle économique a pratiquement achevé sa transition vers un modèle par souscription.

La figure 13 présente les principales caractéristiques financières prévisionnelles des sociétés de notre échantillon.

Ces sociétés s'avèrent d'une taille nettement plus importante que IGE+XAO. Leur taux prévisionnel médian de croissance du chiffre d'affaires pour les années 2022 et 2023, post effet de rebond de l'année 2021, est supérieur à celui prévu pour IGE+XAO tandis que leur taux prévisionnel médian de marge d'EBIT est globalement en ligne avec celui d'IGE+XAO.

Figure 13. Comparaison des caractéristiques financières des sociétés de l'échantillon de comparables cotés

	VE en m	Monnaie	Evolution CA			Marge EBIT ³⁴		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023
Dassault Systèmes	62 981	EUR	7,7%	10,1%	8,6%	33,0%	31,7%	32,5%
Nemetschek	10 377	EUR	12,8%	9,3%	12,7%	25,1%	23,4%	24,9%
PTC	15 283	USD	20,4%	9,0%	11,2%	32,6%	32,5%	33,8%
Trimble	22 533	USD	14,6%	8,5%	8,1%	23,0%	23,9%	23,2%
Cadence	43 114	USD	10,0%	8,1%	7,8%	36,3%	37,1%	37,8%
Synopsys	46 342	USD	14,1%	9,8%	10,0%	30,5%	29,4%	32,1%
Ansys	30 458	USD	10,6%	10,4%	9,2%	40,9%	41,8%	42,7%
M&M	1 056	EUR	8,2%	10,2%	na	13,7%	14,7%	na
Hexagon	38 490	EUR	14,6%	10,0%	6,4%	27,9%	29,0%	29,6%
Lectra	1 314	EUR	59,5%	28,1%	6,5%	10,5%	13,5%	15,1%
Zuken	97 221	JPY	9,0%	8,1%	6,9%	12,1%	13,8%	15,0%
Moyenne			16,5%	9,5%	9,2%	29,2%	29,3%	32,1%
Médiane			12,8%	9,8%	8,9%	30,5%	29,4%	32,3%

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés comparables, analyses DKEC

4-4-3 Choix des agrégats utilisés pour la mise en œuvre de la méthode

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers, nous avons considéré deux agrégats.

En premier lieu, nous avons retenu le multiple d'EBIT. En effet, comme cela est expliqué au paragraphe 2.1.3, dans un secteur à faible intensité capitalistique, voire à intensité capitalistique négative, l'EBIT s'avère un très bon proxy des flux de trésorerie d'exploitation générés par une société.

Au cas d'espèce, nous avons observé que les analystes suivent la communication financière des entreprises lorsqu'ils établissent leurs prévisions. Il en résulte que leurs prévisions d'EBIT correspondent, en fait, à des EBIT ajustés au sens où il s'agit de l'EBIT comptable majoré de charges considérées comme non représentatives de leur profitabilité ou non récurrentes³⁵. A ce titre, l'EBIT ajusté est majoré des rémunérations au personnel effectuées en actions (ou share-based compensation). Ainsi, l'EBIT des sociétés concernées est majoré d'une partie de leurs charges récurrentes de personnel au motif qu'elles sont versées en actions.

Or, il s'avère qu'IGE+XAO ne verse pas directement de rémunération sous forme d'actions mais qu'un système d'intéressement à long terme rémunéré en actions existe au niveau de

³⁴ Comme expliqué ci-dessous, l'EBIT résultant du consensus, utilisé pour calculer ces taux de marge, les majore du coût des rémunérations payées en actions.

³⁵ Charges de restructuration, charges liées à l'acquisition de sociétés...

Schneider au profit de membres du personnel d'IGE+XAO. A la date des présentes, il n'a pas été décidé que ces rémunérations feront l'objet d'une refacturation.

Dans ce contexte, pour disposer de multiples cohérents :

- 1/ Nous avons diminué le consensus d'EBIT des sociétés Dassault Systèmes, PTC, Trimble, Cadence, Synopsys et Ansys, qui pratiquent ce retraitement, des rémunérations prévisionnelles sous forme d'actions³⁶.
- 2/ Nous avons ajusté les prévisions de résultat opérationnel courant du plan d'affaires d'IGE+XAO des rémunérations qu'il est prévu que Schneider verse sous forme actions à des membres du personnel d'IGE+XAO.

Ce plan et ses conséquences ont fait l'objet d'une présentation au conseil d'administration d'IGE+XAO le 20 septembre 2021. Par ailleurs, il nous a été transmis les éléments permettant de comprendre le dimensionnement de ce plan en ce qui concerne le personnel concerné, la rémunération complémentaire visée, ses conditions d'attribution, le calcul de la charge correspondante en normes IFRS et son caractère comparable aux pratiques chez Schneider et dans le domaine de l'édition de logiciel.

Il est attendu que le coût annuel du système d'intéressement à long terme existant au niveau de Schneider et bénéficiant au personnel d'IGE+XAO s'élève à 0,87 m€ à partir de 2022.

Par ailleurs, nous avons observé que la société HEXAGON était la seule, parmi les sociétés de notre échantillon, à activer ses frais de recherche et développement avec un impact significatif sur son EBIT. Nous avons donc ajusté les prévisions du consensus concernant HEXAGON pour extourner l'impact de cette activation de manière à rendre comparable son agrégat d'EBIT à celui d'IGE+XAO qui n'active pas ces coûts³⁷.

En second lieu, nous avons retenu le multiple de chiffre d'affaires.

Le multiple de chiffre d'affaires est habituellement écarté en raison des biais qu'il introduit lorsque les sociétés de l'échantillon disposent structurellement de taux de marge différents³⁸.

³⁶ Ce retraitement conduit à augmenter les multiples d'EBIT.

³⁷ Ce retraitement conduit également à augmenter les multiples d'EBIT.

³⁸ En effet, appliquer un multiple de chiffre d'affaires à une société dont les marges seraient structurellement différentes de l'échantillon reviendrait à considérer qu'elle atteindra le taux de marge moyen ou médian de l'échantillon et à lui appliquer, implicitement, le multiple moyen ou médian d'EBIT de l'échantillon.

Remarquons à cet égard qu'observer que le multiple de chiffre d'affaires est fortement corrélé au taux de marge d'EBIT revient à démontrer qu'il est plus pertinent de retenir le multiple d'EBIT.

A ce stade, le multiple d'EBIT peut lui-même être corrélé au taux de marge d'EBIT dans la mesure où ce multiple dépend du taux de transformation de l'EBIT en flux de trésorerie, qui dépend lui-même du taux de rentabilité des capitaux employés, qui est fonction à son tour du taux de marge d'EBIT. Pour l'exprimer autrement, à structure capitalistique équivalente (ce qui est une hypothèse raisonnable dans un secteur donné), une société qui dispose d'un taux de marge d'EBIT supérieur à une autre sera valorisée avec un multiple d'EBIT supérieur car elle consommera moins de trésorerie pour obtenir une croissance équivalente. Il peut alors être pertinent d'ajuster le multiple d'EBIT en fonction du taux de marge d'EBIT si les paramètres d'une équation de régression le confirment (r^2 et t de student).

Toutefois, nous avons observé que dans le domaine de l'édition de logiciel il pouvait exister un arbitrage consistant à accepter un taux de marge plus faible à court ou moyen terme (pour réaliser des investissements de croissance dans le marketing, le commercial, les frais de recherche et développement qui pèsent sur le résultat car ils ne sont pas activés) afin d'obtenir un taux de croissance plus élevé.

Dans ce contexte, l'utilisation du multiple de chiffre d'affaires permet de tenir compte de la valorisation retenue par le marché pour des sociétés qui ont fait, momentanément, des compromis sur leur niveau de profitabilité pour accélérer leur croissance³⁹.

En revanche, nous avons écarté le multiple de résultat (ou PER) qui ne permet pas de prendre en compte les différences de structure financière et d'EBITDA qui peut s'avérer biaisé par l'impact de l'application de la norme IFRS 16⁴⁰.

Nous avons retenu les multiples déterminés sur les années 2022 et 2023 pour tenir compte d'exercices où le niveau d'activité et des marges ne devraient plus être impactés par les conséquences de la pandémie.

La figure 14 présente les multiples obtenus sur notre échantillon. Il convient de noter que :

- les colonnes « VE / EBIT consensus » correspondent aux multiples obtenus en retenant les consensus ;
- les colonnes « VE / EBIT consensus ajusté » correspondent aux multiples obtenus en ajustant les données du consensus du coût des rémunérations versées sous forme d'actions (Dassault Systèmes, PTC, Trimble, Cadende, Synopsys, Ansys) et de l'activation des frais de recherche et développement (Hexagon) ;
- les données pour Mensch und Maschine de l'année 2022 ont été reportées sur l'année 2023, faute de consensus, pour éviter le biais consistant à exclure une société une année de ce seul fait⁴¹.

³⁹ On observe, en effet, sur la base des équations d'évaluation indiquées au paragraphe 2.1.3, que si le marché anticipe un taux de marge normatif dans un contexte où le taux de transformation du résultat en trésorerie est voisin de 1 et où le taux d'actualisation est équivalent pour chaque société compte tenu de son appartenance sectorielle, les écarts observés en matière de multiple de chiffre d'affaires proviennent des écarts d'anticipation en matière de taux de croissance.

⁴⁰ Rappelons à cet égard que notre ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres ne tient pas compte des dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16 pour IGE + XAO ainsi que pour les comparables boursiers.

⁴¹ Les multiples s'en trouvent légèrement biaisés à la hausse car les multiples ont tendance à diminuer d'une année sur l'autre.

Figure 14. Multiples des sociétés de l'échantillon de comparables cotés

	VE/ EBIT consensus		VE/ EBIT consensus ajusté		VE/ CA	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Dassault Systèmes	37,5	33,7	42,9	38,4	11,9	11,0
Nemetschek	60,2	50,3	60,2	50,3	14,1	12,5
PTC	24,6	21,3	33,6	30,1	8,0	7,2
Trimble	24,1	22,9	27,6	26,5	5,8	5,3
Cadence	36,4	33,2	45,0	41,2	13,5	12,5
Synopsys	34,1	28,4	42,3	36,2	10,0	9,1
Ansys	35,2	31,6	44,2	39,9	14,7	13,5
Hexagon	28,0	25,8	31,3	28,9	8,1	7,6
M&M	24,7	24,7	24,7	24,7	3,6	3,6
Lectra	20,2	16,9	20,2	16,9	2,7	2,6
Zuken	13,8	11,9	13,8	11,9	1,9	1,8
Moyenne	30,8	27,3	35,1	31,4	8,6	7,9
Médiane	28,0	25,8	33,6	30,1	8,1	7,6

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés, analyses DKEC

Compte tenu du différentiel de taille très important entre IGE+XAO et les sociétés comparables, nous avons appliqué une décote de taille à ces multiples.

Cette décote a été déterminée en adoptant une double approche.

D'une part, il est reconnu qu'un différentiel de taille conduit à un taux d'actualisation plus élevé (cf. paragraphe 4.3.3). Nous avons donc mesuré quel serait le différentiel de valorisation d'IGE+XAO dans notre modèle DCF en appliquant ou non la prime de taille dans le taux d'actualisation, sachant que la plupart des sociétés de notre échantillon ont une taille qui les conduirait à ne pas se voir appliquer de prime de taille.

D'autre part, le différentiel de taille peut trouver son origine dans le fait que les sociétés les plus grosses disposent d'un modèle qui leur permet de grandir plus vite car les logiciels qu'elles développent et les technologies qu'elles acquièrent peuvent être utilisés sur une base globale, sans adaptation locale et sans nécessairement disposer d'une force de vente directe, contrairement à IGE +XAO. Nous avons donc mesuré quel serait le différentiel de valorisation d'IGE+XAO dans notre modèle DCF en retenant ou non un taux de croissance plus élevé sur l'horizon de prévisions retenu.

La décote résultant de cette double approche s'inscrit dans une fourchette de 25%⁴² à 30%⁴³.

⁴² Soit la moyenne d'une décote de 34% obtenue par l'approche par le taux d'actualisation et de 17% par le taux de croissance.

⁴³ Soit la moyenne d'une de 39% obtenue par l'approche par le taux d'actualisation et de 22% par le taux de croissance.

4-4-4 Résultats de la méthode

La figure 15 expose les résultats de la méthode des comparables boursiers en appliquant les multiples médians de l'échantillon.

Figure 15. Valeur de l'action IGE+XAO déterminée à partir de la méthode des comparables boursiers (en €)

Décote	VE/EBIT ajusté		VE / CA		Max	Min	Milieu
	2022	2023	2022	2023			
25%	254	254	230	234	254	230	242
30%	240	240	217	221	240	217	229
Global					254	217	236
Prime / Décote par rapport au Prix d'offre					2%	20%	10%

La méthode des comparables boursiers aboutit à une valeur des titres IGE+XAO comprise dans une fourchette de 217€ à 254€ faisant ressortir une prime par référence au Prix d'offre comprise entre 2% et 20%. En milieu de fourchette, la prime extériorisée s'élève à 10%.

4.5 Analyse des synergies attendues

L'Offre s'inscrit dans la volonté de Schneider de prendre le contrôle total d'IGE+XAO afin de l'intégrer pleinement dans la stratégie logicielle qu'il bâtit dans le domaine électrique.

Schneider disposant du contrôle d'IGE+XAO, depuis son offre publique réussie de 2017, des synergies commerciales ont pu être mises en œuvre. Elles ont été prises en compte dans le plan d'affaires utilisé dans nos travaux d'évaluation et il est estimé qu'elles représentent un supplément annuel de chiffre d'affaires de 2,0 m€. Ce plan d'affaires tient également compte des économies annuelles qu'un retrait de la cote entraînerait, à hauteur de 0,1 m€.

Une intégration complète d'IGE+XAO au sein de Schneider entraînerait des changements importants de son fonctionnement dont les conséquences connues à ce jour sont décrites dans le projet de note d'information. Schneider nous a affirmé qu'à ce stade il n'avait, toutefois, construit aucun plan d'affaires décrivant de manière exhaustive les conséquences d'une intégration complète d'IGE+XAO en son sein.

Il convient de souligner que cette intégration complète est conditionnée à une prise de contrôle total qui résulterait alternativement de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou d'une fusion.

Ces changements correspondraient, en premier lieu, à une convergence des politiques de rémunération et des processus en matière de conformité et de système d'information qui représenteraient, progressivement, un surcoût annuel respectivement de 2,7 m€ et 1,1 m€.

Il s'agit de di-synergies car ces coûts n'auraient pas de contrepartie en termes de revenus.

Ils correspondraient, ensuite, à un transfert d'activités de développement de logiciels à des fins internes à Schneider dont les coûts annuels sont estimés à 8,5 m€. Dans le cadre de relations entre entités juridiques distinctes, ces coûts feraient l'objet d'une refacturation avec un mark-

up, en application des principes en matière de prix de transfert. Cet apport aurait donc un effet positif limité au mark-up appliqué à la base de coûts transférée.

Il s'agirait, enfin, d'une évolution de l'offre logicielle existante d'IGE+XAO et son intégration dans une nouvelle plateforme intégrée, dont le développement n'a pas démarré.

Les conséquences de cette évolution ne se concrétiseront, le cas échéant, qu'à moyen-terme et sont conditionnées à la réussite technique et commerciale d'une telle plateforme. Schneider n'a pas estimé, à ce stade, cet impact.

En synthèse, nos travaux de valorisation tiennent compte des synergies connues et mesurées à ce jour dans le cadre du mode de fonctionnement qu'IGE+XAO entretient avec Schneider depuis 2017.

En revanche, les conséquences d'une intégration globale ne sont pas complètement connues et donc chiffrées à ce stade. On observe toutefois qu'une telle intégration globale entraînerait, sans doute, un volume de coûts supplémentaires important à l'échelle d'IGE+XAO avant que n'apparaissent des retombées positives, dont la cristallisation est incertaine à la fois dans le quantum et le calendrier.

4.6 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'offre (soit 260€ par action) extériorise les primes suivantes :

Tableau 16 – Synthèse des primes et décotes par rapport au Prix d'offre

	Valeur par action en €			Primes / décotes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Cours de bourse	186		226	40%		15%
DCF	187	199	212	39%	31%	23%
Comparables boursiers	217	236	254	20%	10%	2%

5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice

BNP Paribas (ci-après, la « **Banque présentatrice** ») a préparé les éléments d'appréciation du Prix d'offre.

La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans la figure ci-dessous :

Tableau 17. Comparaison des résultats des travaux sur le Prix d'offre

	Banque présentatrice			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Cours de bourse	186		226	186		226
DCF	187	205	229	187	199	212
Comparables boursiers (CAO)	236	242	256	217	236	254
Comparables boursiers (midcap)	182	187	201			

5.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les méthodes et références retenues par l'Etablissement présentateur.

5.2 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Nous retenons un ajustement positif de +53,8 m€ tandis que la Banque présentatrice retient un montant de +52,4 m€.

Nos principaux écarts sont les suivants :

- La Banque présentatrice retient les dettes locatives enregistrées en application de la norme IFRS 16 tandis que nous excluons cet item de notre calcul de l'ajustement (impact +1,5 m€).
- La Banque présentatrice retient certains éléments d'ajustement pour leur montant au 31 décembre 2020 alors que nous retenons le montant au 30 juin 2021 comme les créances fiscales (impact +0,6 m€) ou les provisions pour retraites (impact +0,1 m€).
- La Banque présentatrice retient les autres provisions tandis que nous excluons cet item (impact +0,4 m€).

5.3 Mise en œuvre de la méthode des DCF

Nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode DCF portent sur deux éléments principaux.

En premier lieu, concernant les éléments d'actualisation :

- Nous avons retenu comme date de référence d'actualisation des flux le 15 octobre 2021 tandis que la Banque présentatrice l'a fixée au 30 juin 2021.
- Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,9% à comparer à 8,4% pour la Banque présentatrice. Nous retenons une prime de risque moins élevée (6,35% à comparer à 7,58%)

et un bêta plus faible (1,00 à comparer à 1,04) ce qui est compensé par un taux sans risque plus élevé (+0,28% à comparer à 0,17%) et une prime de taille sensiblement différente (2,29% à comparer à 0,68%). L'écart sur la prime de taille s'explique par le recours à des sources différentes (Duff & Phelps au 31 décembre 2020 d'une part et Associés en Finance au 30 septembre 2017 d'autre part).

En second lieu, la manière dont nous avons prolongé le plan d'affaires établi par IGE+XAO se distingue sur deux points :

- Nous avons retenu un horizon complémentaire de 10 ans tandis que la Banque présentatrice a limité celui-ci à 6 ans.
- Nous avons retenu un taux de marge opérationnelle courante de 30,6%, constant sur notre période d'extrapolation, correspondant à l'hypothèse retenue par le management d'IGE+XAO au terme de son plan d'affaires, en 2024. En revanche, la Banque Présentatrice a retenu un taux de marge opérationnelle courant progressant linéairement au cours de sa période d'extrapolation jusqu'à atteindre 34,0%.

Nous estimons que le taux de marge opérationnelle courante de 30,6% que nous avons retenu sur la période d'extrapolation est cohérent avec les investissements qu'IGE+XAO devra consentir pour conquérir des marchés étrangers, où elle doit combattre la fidélité des utilisateurs à des acteurs établis et monter des équipes de vente en direct, malgré le levier opérationnel qui existe dans le secteur.

5.4 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers portent sur quatre éléments principaux.

En premier lieu, nous avons retenu comme date de référence pour sa mise en œuvre le 15 octobre 2021 tandis que la Banque présentatrice l'a fixée au 19 juillet 2021. Il en résulte des différences sur les cours de bourse et les consensus pris en compte pour le calcul des multiples.

En deuxième lieu, il existe deux différences dans la composition des échantillons.

D'une part, nous avons retenu une société comparable supplémentaire dans l'univers de la CAO / PLM / Simulation par rapport à la Banque présentatrice. Il s'agit de la société Mensch und Maschine Software pour laquelle nous avons considéré que l'existence d'une activité de commercialisation de logiciels d'autres éditeurs ne remettait pas en cause son caractère comparable.

D'autre part, nous n'avons pas retenu d'échantillon d'éditeurs de logiciels français de taille moyenne. Nous considérons, en effet, que ces éditeurs interviennent dans des domaines trop éloignés de celui d'IGE+XAO conduisant à des différences trop importantes en termes de marge ou de perspectives de croissance que ne compense pas l'avantage de retenir des sociétés d'une taille plus proche de celle d'IGE+XAO.

En troisième lieu, la Banque présentatrice n'a pas ajusté les agrégats d'EBIT pour tenir compte du fait que le consensus les majore du coût des rémunérations fondées sur des actions.

En dernier lieu, nous retenons une décote pour tenir compte du différentiel de taille entre IGE+XAO et les sociétés de notre échantillon comprise entre 25 % et 30% tandis que la Banque présentatrice limite cette décote à 25%.

6. Contact avec des tiers

Nous n'avons pas été contacté durant nos travaux par des actionnaires minoritaires ou tout autre tiers concernant l'Offre.

7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par SEISAS sur les actions émises par IGE+XAO, au prix unitaire de 260€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéa 1° du Règlement Général de l'AMF, au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la cible, et de l'article 261-1 II car l'Initiateur a fait part de son intention de procéder à un retrait obligatoire, si les conditions sont réunies.

SEISAS, l'Initiateur, est l'actionnaire majoritaire d'IGE+XAO, à hauteur de 67,8% de son capital, depuis le lancement d'une première offre au mois de novembre 2017.

La présente offre s'inscrit dans la volonté de Schneider de prendre le contrôle total d'IGE+XAO afin de l'intégrer pleinement dans la stratégie logicielle qu'il bâtit dans le domaine électrique.

Dans ce contexte, si le retrait obligatoire ne pouvait pas être mis en œuvre, SEISAS a fait part de son intention de procéder à une fusion dans un délai de douze mois.

Notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est facultative, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver, sauf en cas de dépassement des seuils permettant de procéder à un retrait obligatoire.
- La méthode DCF permet de tenir compte de manière explicite de l'ensemble des paramètres structurant de l'activité de IGE+XAO. Elle a été mise en œuvre sur la base d'un plan d'affaires :
 - ✓ ambitieux, notamment au regard des réalisations à la fin du mois de septembre 2021 ;
 - ✓ incluant les synergies obtenues depuis la prise de contrôle par Schneider, il y a trois ans ;
 - ✓ tenant compte d'une période d'extrapolation jusqu'en 2034, permettant de capter les possibilités de création de valeur sur une période cohérente avec les besoins de transformation digitale des entreprises et les possibilités d'expansion géographique d'IGE+XAO.

Les résultats de cette méthode extériorisent alors une prime comprise entre 23% et 39%, significative dans un contexte où le plan d'affaires tient compte des synergies concrétisées depuis le rapprochement avec Schneider

A cet égard, nous observons que les conséquences d'une intégration complète d'IGE+XAO dans Schneider, conditionnelle à la réalisation d'un retrait obligatoire ou d'une fusion, entraînerait dans un premier temps des coûts significatifs. Les conséquences positives de cette intégration complète ne sont pas chiffrées à ce stade mais apparaissent plus aléatoires en termes de quantum et de calendrier, car elles seront aussi dépendantes de la réussite

technique et commerciale de la mise en place d'une plateforme logicielle, dont le développement n'a pas encore débuté.

- La méthode des comparables boursiers aboutit à une valeur du titre IGE+XAO qui fait ressortir une prime comprise entre 2% et 20%.
- Enfin, la référence au cours de bourse fait ressortir une prime de 15% sur le cours précédant l'annonce du projet d'Offre et respectivement de 15%, 18%, 28% et 40% pour les moyennes à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

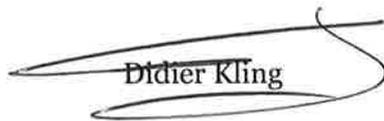
Les primes les plus importantes ressortent des références calculées sur les durées les plus longues. Elles s'avèrent pertinentes pour apprécier le Prix d'offre car elles permettent de tenir compte de sauts non expliqués du cours du titre IGE+XAO par des informations spécifiques à IGE+XAO en décembre 2020 et mai 2021.

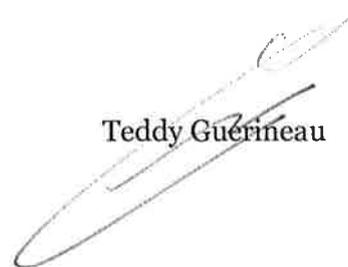
Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 260€ est équitable d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres IGE+XAO dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 21 octobre 2021

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil


Didier Kling


Teddy Guérineau

Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d'apports et de fusions,
- Expertise judiciaire et
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling et ses associés dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Cette mission a été dirigée par :

- Didier KLING, président du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, ancien Président de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, Président de la Chambre de Commerce de Paris Ile-de-France, expert judiciaire inscrit près la Cour d'appel de Paris (hr) agréé par la Cour de cassation.
- Teddy GUERINEAU, associé, qui dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière, diplômé de l'Université Paris-Dauphine (DESS 225), membre du comité directeur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants et membre de la SFEV et de la CCEF.

Il a été assisté par deux analystes du cabinet, Yasmina Nadeau et Christine Tchou qui disposent respectivement de 5 ans et 2 ans d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée par Eric LE FICHOUX, associé du cabinet ADVISOREM, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation. Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiées au cours de la mission jusqu'à la finalisation du rapport. Son rôle a été de s'assurer du respect de la qualité des travaux, des bonnes pratiques en matière d'évaluation et des fondements de la conclusion émise.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a effectué ;

- Au mois de janvier 2019 une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société BOUYGUES TELECOM sur les titres de la société KEYYO.
- Au mois de juin 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de retrait, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société REOF Holding S.à r.l. sur les actions et les obligations convertibles de la société OFFICIIS Properties.

- Au mois de septembre 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée avec intention de retrait obligatoire, initiée par la société CEDYS & Co sur les actions de la société EVOLIS.
- Au mois de novembre 2020, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat, initiée par la société Mercure Energie sur les actions et les bons de souscription d'action émis par la société MINT.
- Au mois de novembre 2020, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de rachat d'actions initiée par la société 1000Mercis.

Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, son président, ses associés et ses collaborateurs n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006 mise à jour le 10 février 2020, en particulier, ils :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, 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 IGE+XAO 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 quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 60.000 euros hors taxes. Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Le temps consacré à la réalisation de cette mission d'expertise indépendante s'est élevé globalement à 290 heures.

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

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel
- Prise de connaissance des notes des analystes suivant le secteur
- Analyse des données financières de la Société :
 - ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi
 - ✓ Analyse des données financières historiques
 - ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation
- Détermination des données structurant l'évaluation : nombre de titres retenu, ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter
- Référence au cours de bourse des actions :
 - ✓ Analyse de la liquidité des actions et des principaux événements ayant affecté leur cours de bourse
 - ✓ Analyse de la volatilité du cours des actions
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse des actions
- Méthodes analogiques :
 - ✓ Recherche de sociétés comparables
 - ✓ Analyse et comparaison des caractéristiques des sociétés comparables avec celles de la Société
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application de la méthode
- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs :
 - ✓ Analyse du plan d'affaires de la Société
 - ✓ Analyse des paramètres de calcul de la valeur terminale

- ✓ Détermination du taux d'actualisation
- ✓ Analyse de la sensibilité des résultats de la méthode
- Prise de connaissance et analyse :
 - ✓ du plan d'intéressement à long-terme rémunéré en actions de performance mis en place par Schneider au bénéfice de certains employés d'IGE+XAO présenté lors du conseil d'administration d'IGE+XAO du 20 septembre 2020 ;
 - ✓ des synergies résultat de la prise de contrôle d'IGE+XAO par Schneider en 2017 et qui seraient susceptible de découler d'une intégration globale faisant suite à un retrait obligatoire ou une fusion
- Analyse critique des travaux de l'Etablissement présentateur

Contact des tiers

- Nous n'avons pas reçu de courriers d'actionnaires minoritaires d'IGE+XAO

Réunion de travail et de présentation des conclusions avec le comité ad-hoc

Elaboration du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport
- Revue indépendante
- Obtention d'une lettre d'affirmation de la Société et de l'Initiateur

Calendrier de l'étude

Nous avons été désignés par le conseil d'administration d'IGE+XAO du 19 juillet 2021 qui nous a adressé une lettre de mission en date du 20 juillet 2021.

Notre mission s'est déroulée du 20 juillet 2021 au 22 octobre 2021, date à laquelle nous avons remis notre rapport. Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec les membres du comité ad-hoc, le management de la Société, la Banque présentatrice ainsi qu'avec l'Initiateur.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

IGE+XAO

- M. Alain di Crescenzo : Président directeur général – membre du comité ad hoc
- Mme Patricia Odéon : Corporate Finance Manager
- Mme Anne Varon : Administratrice indépendante – présidente du comité ad hoc
- Mme Claire Greco : Administratrice indépendante – membre du comité ad hoc

Schneider / SEISAS

- M. Marc Nezet : Senior Vice President Energy Management Software Transformation
- M. Lionel Finidori : Senior Vice President Energy Management Global Efficiency
- Mme Anna Shashina : M&A Director
- M. Augustin Laurent-Bellue : CFO Energy Management Software
- M. Enguerran Petit : Senior Manager Project Finance Energy Management Software
- M. Marc Bochirol : Senior Vice President Energy Management
- Stéphanie Bounatirou : Reward Director Energy Management

BNP Paribas (Banque présentatrice) :

- M. Olivier Rinaudo : Managing Director – Corporate Finance EMEA – Public M&A
- Mme Virginie Scotto : Corporate Director
- Mme Aurélie Hirzel : Analyst
- Mme Qiqi Han : Analyst

Bredin Prat (conseil de SEISAS) :

- Maître Patrick Dzelwolski : associé
- Maître Clémence Fallet : associée
- Maître Thomas Sharps : collaborateur
- Mme Candice Daull : collaboratrice

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentations juridiques

- Procès-verbaux du Conseil d'administration et de l'Assemblée générale de 2019 à 2021
- Projet de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF
- Global Support Services Agreement entre IGE+XAO et SEISAS

Documentations comptables et financières

- Rapports financiers annuels et semestriels des exercices 2016 / 2017 au 1^{er} semestre 2021
- Communiqués financiers de la Société de 2017 à 2021
- Présentation auprès des investisseurs des exercices 2016 / 2017 à l'exercice 2021

- Plan d'affaires 2021-2024
- Rapport d'évaluation de la Banque présentatrice
- Note d'analystes financiers
- Présentations et documents supports du plan d'intéressement à long-terme en actions de performance présenté lors du conseil d'administration d'IGE+XAO du 20 septembre 2021
- Documents supports des conséquences financières d'une intégration globale d'IGE+XAO dans Schneider détaillées dans le projet de note d'information

Bases de données

- Bloomberg
- Epsilon Research

Annexe 2 : Lettre de mission

IGE+XAO

GROUP

MM. Didier KLING et Teddy
GUERINEAU
Didier Kling Expertise & Conseil
28 avenue Hoche
75008 Paris

Paris, le 20 juillet 2021

Chers Messieurs,

I.G.E.+X.A.O. (la « Société »), filiale du groupe Schneider Electric¹, conçoit, produit, commercialise et assure la maintenance d'une gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO) et de gestion du cycle de vie « Product Lifecycle Management » (PLM). I.G.E.+X.A.O. est aujourd'hui une société cotée dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris.

Schneider Electric SE a annoncé le 20 juillet 2021 son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée en numéraire, via sa filiale Schneider Electric Industries SAS (« Schneider Electric Industries »), sur les actions de la Société qu'elle ne détient pas directement ou indirectement à date (l'« Offre »). Il est précisé que Schneider Electric Industries SAS a également l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de toutes les actions qu'elle ne détient pas dans l'hypothèse où elle détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote de la Société après l'Offre. Le retrait obligatoire se ferait moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

Dans ce cadre, le conseil d'administration de la Société, sur proposition du comité *ad hoc* de la Société composé de trois administrateurs dont deux indépendants, souhaite vous désigner en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») et de l'article 1 de l'instruction n°2006-08.

Cadre réglementaire de la mission

Votre intervention est requise au titre de l'article 261-1 I 1[°] et II[°] du règlement général de l'AMF.

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

¹ Schneider Electric Industries SAS détient au 30 juin 2021 approximativement 67,76 % du capital et 78,81% des droits de vote de I.G.E.+X.A.O..

² I.G.E.+X.A.O. étant contrôlée par Schneider Electric Industries, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

³ Dans la perspective du retrait obligatoire, dans le cas où Schneider Electric Industries viendrait à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

Il a été convenu que vous effectuerez les diligences que vous estimerez nécessaires à la conduite de votre mission qui a comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les membres du comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société et de l'initiateur, à savoir le cabinet Bredin Prat, l'établissement présentateur de l'Offre, les représentants de la Direction des émetteurs au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société (budget et plan d'affaires) ;
- l'évaluation des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;
- la prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre ;
- l'analyse des accords connexes à intervenir dans le cadre de l'opération ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- la rédaction de votre rapport.

Methodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF conformément à l'article 3 de la recommandation n°2006-15 pour valoriser une société comme la Société.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

Calendrier

Le calendrier de l'Offre prévoit le dépôt (i) du projet de la note d'information de Schneider Electric Industries début septembre 2021 et (ii) de la note en réponse de la Société fin septembre 2021*.

L'article 262-1 II du règlement général 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 son rapport.

Par ailleurs, en application de l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF, dans le cas prévu au 5° du I de l'article 261-26, l'expert doit disposer d'un délai d'au moins quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de note d'information de l'initiateur avant de remettre son rapport.

Conflit d'intérêt

* En application de l'article 261-26 2° du règlement général de l'AMF : « Par exception, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1, la société visée dépose le projet de note en réponse au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre. »

Nous avons compris que MM. Didier KLING et Teddy GUERINEAU et le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

Budget

Nous comprenons que vous estimez le montant de vos honoraires dans une fourchette de 50.000 à 60.000€ HT, correspondant à un volume horaire compris entre 200 et 250 heures. Ce montant est indépendant de l'issue de l'Offre.

Il est enfin indiqué que vos honoraires seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, Chers Messieurs, en l'expression de nos salutations distinguées,



Alain DI CRESCENZO
Président - Directeur général de I.G.E.+X.A.O.

ANNEXE 2
**RAPPORT COMPLÉMENTAIRE DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU
RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF**

IGE+XAO

GROUP

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR
SCHNEIDER ELECTRIC INDUSTRIES SAS
VISANT LES ACTIONS IGE+XAO**

Complété au 3 novembre 2021

**Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil
28 Avenue Hoche
75008 Paris**

Sommaire

1.	Présentation de l'Offre.....	3
1.1	Sociétés concernées par l'Offre	3
1.2	Présentation des modalités de l'Offre.....	4
1.3	Présentation des motifs de l'Offre	4
1.4	Intentions de l'Initiateur.....	5
1.5	Financement de l'Offre	6
2.	Présentation d'IGE+XAO	7
2.1	Activité et modèle économique d'IGE+XAO	7
2.2	Performances financières historiques d'IGE+XAO	13
2.3	Synthèse	15
3.	Données structurant l'évaluation d'IGE+XAO	17
3.1	Date d'évaluation.....	17
3.2	Structure du capital et nombre d'actions retenu	17
3.3	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres	17
4.	Éléments d'appréciation du Prix d'Offre.....	19
4.1	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées	19
4.2	Référence au cours de bourse – à titre principal	22
4.3	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal.....	26
4.4	Méthode des comparables boursiers – à titre principal	32
4.5	Analyse des synergies attendues.....	38
4.6	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre.....	39
5.	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice.....	40
5.1	Choix des critères d'évaluation.....	40
5.2	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres	40
5.3	Mise en œuvre de la méthode des DCF.....	40
5.4	Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers	41
6.	Contact avec des tiers.....	43
7.	Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.....	44
	Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise	46
	Annexe 2 : Lettre de mission.....	52

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
INITIEE PAR SCHNEIDER ELECTRIC INDUSTRIES SAS
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE IGE+XAO**

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil (ci-après, « **DKEC** ») a été désigné par le Conseil d'administration de la société **IGE+XAO** (ci-après la « **Société** » ou « **IGE+XAO** ») en date du 19 juillet 2021 en qualité d'expert indépendant.

L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par la société Schneider Electric Industries SAS (ci-après « **l'Initiateur** » ou « **SEISAS** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « **l'Offre** ») visant les actions émises par IGE+XAO.

Notre désignation est intervenue conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **AMF** »). Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cadre suivant :

- L'offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société car « *la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (article 261-1 I 1°).
- L'Initiateur a fait part de son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions nécessaires sont réunies (article 261-1 II).

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifiée le 10 février 2020, relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et informations qui nous ont été transmis par la Société et ses conseils, 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.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

Le présent rapport est organisé comme suit :

1. Présentation de l'Offre
2. Présentation d'IGE+XAO
3. Données structurant l'évaluation d'IGE+XAO
4. Eléments d'appréciation du Prix d'offre
5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice
6. Contact avec des tiers
7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Ce rapport complète notre rapport du 21 octobre 2021 aux paragraphes 4.1.5 et 7.

1. Présentation de l'Offre

Par communiqué conjoint en date du 20 juillet 2021, la société Schneider Electric SE (ci-après, « **Schneider** »), maison mère de SEISAS, et IGE+XAO ont annoncé l'intention de Schneider, par l'intermédiaire de sa filiale SEISAS, de déposer un projet d'offre public d'achat simplifiée en numéraire visant les actions émises par IGE+XAO au prix unitaire de 260 euros (ci-après, le « **Prix d'offre** »).

SEISAS a déposé, auprès de l'AMF, son projet de note d'information relative à un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions IGE+XAO, le 30 septembre 2021.

1.1 Sociétés concernées par l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre – SEISAS

SEISAS est une société par actions simplifiée au capital de 928.298.512 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 954 503 439, dont le siège social est situé 35 rue Joseph Monier, CS 30323 F-92506 Rueil Malmaison Cedex.

SEISAS a pour activité l'exploitation directe et indirecte de toutes activités se rattachant aux industries électriques et électroniques, et notamment à la distribution électrique et au contrôle industriel (produits électromécaniques) ainsi qu'à la construction industrielle.

Son capital est entièrement détenu par Schneider qui est l'un des spécialistes mondiaux en gestion de l'énergie et des automatismes. Les actions de Schneider sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000121972.

1.1.2 Présentation de la société visée par l'Offre – IGE+XAO

IGE+XAO est une société anonyme immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Toulouse sous le numéro 338 514 987, dont le siège social se situe au 16 boulevard Déodat de Séverac, 31770 Colomiers.

A la date du dépôt du projet de note d'information le 30 septembre 2021, son capital social s'élève à 5.021.866,85 euros divisé en 1.304.381 actions ordinaires de 3,85 euros de valeur nominale chacune et se répartit de la manière suivante :

Figure 1. Répartition du capital et des droits de vote de IGE+XAO

	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote	En % des droits de vote
SEISAS	883 876	67,76%	1 767 752	78,34%
ORFIM	89 832	6,89%	157 674	6,99%
Autres actionnaires	326 239	25,01%	326 720	14,48%
Actions auto-détenues	4 434	0,34%	4 434	0,20%
Total	1 304 381	100,00%	2 256 580	100,00%

Source : projet de note d'information

L'Initiateur dispose à la date du dépôt du projet de note d'information de 67,76% du capital et 78,34% des droits de vote, étant précisé qu'il n'a pas procédé à l'acquisition d'actions IGE+XAO au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'Offre.

Les actions IGE+XAO sont admises aux négociations sur Euronext Paris, compartiment B, sous le code ISIN FR00000030827.

IGE+XAO conçoit, produit, commercialise et assure la maintenance d'une gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO), de gestion du cycle de vie des produits (« Product Life Management », ou PLM) et de simulation. Sa gamme de logiciels vise à aider les industriels à concevoir et à maintenir la partie électrique de tout type d'installation.

1.2 Présentation des modalités de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du projet de note d'information de SEISAS.

L'Initiateur s'engage à acquérir la totalité des actions de IGE+XAO qu'il ne détient pas à la date du projet de note d'information, soit 416.071 actions, étant précisé que les 4.434 actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre.

Le Prix d'offre est fixé à 260€.

1.3 Présentation des motifs de l'Offre

Il est exposé au paragraphe 1.1.3 du projet de note d'information que :

« L'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie de Schneider Electric exposée lors de la précédente opération, initiée en novembre 2017, à l'issue de laquelle SEISAS avait acquis une participation majoritaire dans IGE+XAO.

Cette stratégie consiste à constituer, par croissance externe et développement interne, une offre de logiciel couvrant l'intégralité du cycle de conception, de construction, de gestion et de maintenance des installations électriques et des bâtiments, et d'accompagner ainsi la base de clientèle de Schneider Electric dans ses efforts de transformation digitale.

Cette stratégie se distingue des traditionnelles initiatives d'extension d'offre en ce que ces logiciels ont vocation à être utilisés indépendamment de l'origine des produits et équipements électriques qu'ils permettent d'installer et de gérer. Ils doivent rester totalement « agnostiques »¹ vis-à-vis des fabricants de matériel électrique.

Au sein de cette Division Energy Management Software, Schneider Electric souhaite positionner IGE+XAO comme une entité purement opérationnelle. Cette entité conservera sa vocation première d'éditeur indépendant de logiciel de Conception Assistée par Ordinateur (CAO) électrique et de gestion du cycle de vie « Product Life Management » (PLM). Toutefois, sa mission sera étendue, notamment pour fédérer des activités logicielles aujourd'hui dispersées chez Schneider Electric et pour devenir progressivement un centre d'excellence en matière de Recherche & Développement.

Dans ce contexte, IGE+XAO n'a plus vocation à demeurer une société cotée, les contraintes de la cotation constituant un obstacle important au repositionnement de la Société, tel que précédemment décrit. Une intégration complète facilitera aussi la mise en conformité des opérations de la Société avec les normes et standards de Schneider Electric. Elle s'opérera

¹ Un logiciel agnostique vis-à-vis des fabricants de matériel électrique est un logiciel compatible avec, et permettant de gérer tout type de matériel électrique indépendamment de leur fabricant.

dans une parfaite continuité de l'engagement de IGE+XAO envers ses clients et partenaires. Notamment, IGE+XAO continuera de les servir en tant qu'éditeur de logiciel indépendant et ces logiciels resteront totalement agnostiques vis-à-vis des fabricants de matériel électrique ».

Les motifs de l'Offre exposés par l'Initiateur le conduisent à indiquer que *« dans l'hypothèse où il détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote d'IGE+XAO à l'issue de la présente Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire ».*

1.4 Intentions de l'Initiateur

Il est décrit au paragraphe 1.2 du projet de note d'information les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir dont les principales sont les suivantes :

1.4.1 Intentions en termes de stratégie et de poursuite des activités de la Société

L'Initiateur expose que la stratégie qu'il compte mettre en œuvre, décrite au paragraphe 1.1.3 du projet de note d'information, inclut *« la poursuite du développement géographique et de l'extension de l'offre logicielle d'IGE+XAO »* et *« une expansion des activités de Recherche & Développement »* en lien avec les nouvelles missions qu'il est envisagé de lui confier.

1.4.2 Intentions en matière d'emploi

L'Initiateur indique que l'Offre *« n'entraînera pas de restructuration ou de suppression de poste »* et précise que *« il est envisagé d'ajuster progressivement les niveaux de rémunération des salariés de la Société afin de conserver son niveau d'attractivité, ainsi que de renforcer le plan d'intéressement à long terme de la Société au travers de l'attribution d'actions de performance Schneider Electric ».*

1.4.3 Intentions concernant la politique de distribution de dividende

L'Initiateur avertit qu'il *« se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement ».*

1.4.4 Intentions concernant une éventuelle fusion

L'Initiateur indique dans les termes suivants qu'une fusion pourrait être réalisée : *« dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une fusion de la Société avec Schneider Electric ou, le cas échéant, une autre entité du Groupe, au cours de l'exercice 2022, après réalisation des travaux d'analyse ».*

Il précise que *« cette fusion serait motivée par l'incompatibilité de la stratégie de la Division Energy Management Software de Schneider Electric avec le maintien d'entités indépendantes au sein des entités opérationnelles de la Division ».*

1.4.5 Intentions en matière de retrait obligatoire – radiation de cote

L'Initiateur a exprimé l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire si les conditions sont réunies. Ce retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix d'offre.

En l'absence de mise en œuvre de cette procédure de retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation des actions IGE+XAO, si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Paris sont réunies.

1.4.6 Synergies et gains économiques attendus de l'Offre

En premier lieu, l'Initiateur expose dans le projet de note d'information que le plan d'affaires couvrant la période 2021 – 2024 qui a été élaboré par le management d'IGE+XAO, présenté au conseil d'administration de la Société le 19 juillet 2021, et approuvé par ce dernier lors de cette même séance, tient compte de synergies de revenus générés par le réseau de vente de Schneider à l'international, à hauteur de 2 m€ par an.

En deuxième lieu, l'Initiateur précise qu'une radiation des actions IGE+XAO de la cote entraînerait une économie annuelle de coûts de cotation estimée à 0,1 m€.

En troisième lieu, l'Initiateur indique quelles seraient les conséquences d'une intégration globale d'IGE+XAO au sein de Schneider, conditionnée à une prise de contrôle totale obtenue au terme d'un retrait obligatoire ou d'une fusion.

Tout d'abord, elle permettrait l'évolution de l'offre logicielle existante d'IGE+XAO et son intégration dans une nouvelle plateforme intégrée, dont le développement n'a pas démarré.

Ensuite, elle conduirait à un transfert d'activités de développement de logiciels¹ à des fins internes² à Scheider dont les coûts annuels sont estimés à 8,5 m€. Il convient de noter que dans le cadre de relations entre entités juridiques distinctes, ce type de coût fait l'objet de refacturation en intégrant un mark-up en application des principes en matière de prix de transfert.

Enfin, elle entraînerait une convergence des politiques de rémunération et des processus en matière de conformité et de système d'information qui représenterait, progressivement, un surcoût annuel, sans contrepartie en termes de revenus, respectivement de 2,7 m€ et 1,1 m€.

L'Initiateur nous a confirmé ces synergies et gains attendus de l'Offre dans la lettre d'affirmation qu'il nous a transmise.

1.5 Financement de l'Offre

L'Initiateur indique au paragraphe 2.9.2 du projet de note d'information financer l'Offre intégralement sur ses fonds disponibles en trésorerie.

² Voir également le paragraphe 1.1.3 du projet de note d'information.

2. Présentation d'IGE+XAO

2.1 Activité et modèle économique d'IGE+XAO

2.1.1 Un acteur de niche du secteur des logiciels destinés à la CAO, la PLM et la simulation principalement actif en Europe, à la croissance régulière...

Fondée en 1986, IGE+XAO s'est spécialisée dans la conception, la production, la commercialisation et la maintenance d'une **gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO)**, de **gestion du cycle de vie (PLM)** et de **simulation**, dédiée à l'électricité.

Plus précisément, ses logiciels permettent de **concevoir et maintenir la partie électrique de tout type d'installation**.

Ils s'adressent à l'ensemble des segments du marché en étant destinés aux secteurs du transport (aérien, ferroviaire, automobile, construction navale), de l'industrie (machines-outils, construction et automatisation des usines, énergie, secteur minier...) et de la construction (bâtiments, infrastructures...).

Globalement, IGE+XAO se développe ainsi dans une niche de l'univers des logiciels de CAO, PLM et simulation.

IGE+XAO commercialise ses produits sous la forme de licences perpétuelles ou d'abonnements.

La vente de licences perpétuelles consiste à faire payer une redevance en contrepartie du droit d'utiliser indéfiniment le logiciel. A ce coût initial s'ajoute un contrat de maintenance facultatif, représentant un pourcentage du prix de la licence, qui donne le droit d'avoir accès aux mises à jour du produit et au service de support technique.

La vente par abonnement consiste à faire payer annuellement le droit d'utiliser un logiciel et d'avoir accès aux mises à jour et au service de support technique.

La vente par abonnement est aujourd'hui réputée constituer le modèle économique privilégié dans le domaine de l'édition de logiciel car elle permettrait (i) d'élargir la clientèle en diminuant le coût initial d'accès à un logiciel et (ii) d'augmenter le chiffre d'affaires par client à terme, la perte de revenu initiale étant compensée par une durée plus longue pendant laquelle un client paie un abonnement dont le montant est supérieur aux coûts de contrat de maintenance³.

³ La transition d'un modèle de vente de licences perpétuelles à un modèle de vente d'abonnements est couteuse à court terme pour un éditeur de logiciel, au sens où il perd au cours de l'exercice de la transition le chiffre d'affaires lié à la vente d'une licence (y compris éventuellement maintenance) au profit du chiffre d'affaires lié à un abonnement, dont le montant est moindre. Le changement de modèle s'avère rentable quand le stock d'abonnements est suffisant pour que le chiffre d'affaires sur les abonnements signés dans le passé soit supérieur au chiffre d'affaires perdu une année donnée pour avoir commercialisé des nouveaux abonnements plutôt que de nouvelles licences (y compris maintenance).

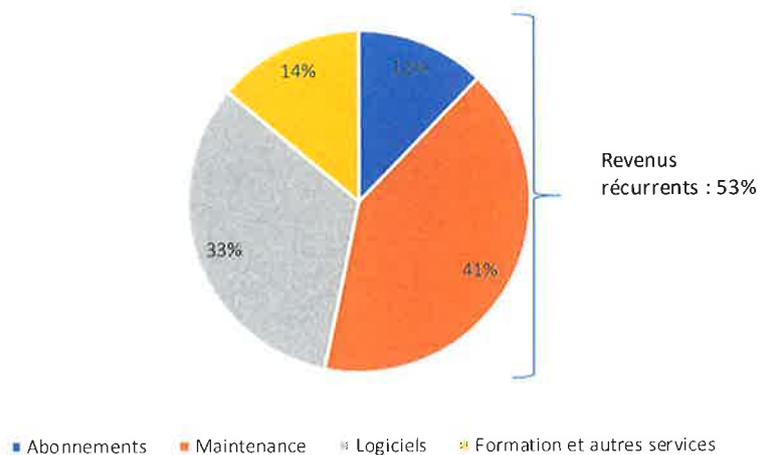
Elle est une étape vers un modèle cible dit SaaS (Software as a Service) consistant à facturer à la fois l'usage d'un logiciel en fonction de son utilisation effective ainsi que l'hébergement de ce dernier et des données produites, modèle qui nécessite une plateforme technologique qu'IGE+XAO n'a pas encore développé.

IGE+XAO vend également des prestations d'installation de ses logiciels, de formation à leur utilisation et plus largement de conseil.

Sur la base de ses données financières du premier semestre 2021, il apparaît que **le chiffre d'affaires d'IGE+XAO est en majorité récurrent** (précisément 53%). Il résulte toutefois encore beaucoup plus des revenus de maintenance liés à la vente de licence (41%) que des revenus des abonnements (12%).

La part du chiffre d'affaires services traduit l'importance de la formation en vue d'une utilisation optimale des logiciels ainsi que des prestations effectuées principalement chez les grands-comptes pour intégrer les solutions IGE+XAO dans leur écosystème logiciel.

Figure 2. Répartition du chiffre d'affaires d'IGE+XAO par catégorie de revenus au 1^{er} semestre 2021



Source : rapport financier semestriel 2021 d'IGE+XAO, calculs DKEC

IGE+XAO s'avère être un **éditeur de logiciel dont l'emprise est essentiellement européenne et plus particulièrement française** dans la mesure où il a réalisé 37% en France et 63% de son chiffre d'affaires à l'international en 2020⁴.

Cette diversification géographique encore limitée de son activité est, notamment, la conséquence des freins que représente la **nécessaire adaptation de ses logiciels aux normes électriques locales et aux contraintes des constructeurs de matériels électriques (intégration de leurs librairies)**.

L'existence de ces normes a, en effet, favorisé, historiquement, l'apparition de solutions logicielles locales, dont les parts de marché demeurent élevées, compte tenu de la fidélité des

⁴ Source : Société.

clients (cf. paragraphe suivant). Elle a empêché, en revanche, l'émergence de solutions logicielles globales.

IGE+XAO a enregistré une **croissance régulière de son activité**, si on exclut l'exception que constitue l'année 2020, qui s'est inscrite dans une fourchette de +2,9% à +8,3% entre 2013 et 2019.

Le taux de croissance annuel moyen (TCAM) de son chiffre d'affaires s'est élevé ainsi à +5,5% entre 2013 et 2019 que l'on peut diviser entre une croissance moyenne de +4,3% sur les 5 exercices précédant la prise de contrôle par Schneider et de +7,4% sur les 2 exercices suivant cette prise de contrôle.

Ce taux de croissance annuel moyen est réduit à +4,3% en étendant la période d'analyse à l'année 2020 et en tenant ainsi compte de l'impact de la crise sanitaire.

Figure 3. Evolution du chiffre d'affaires d'IGE+XAO entre ses exercices clos le 31/07/2013 et le 31/12/2020⁵



Source : états financiers d'IGE+XAO, calculs DKEC

Cette croissance régulière du chiffre d'affaires d'IGE+XAO trouve son origine dans la **progression continue du nombre de licences de ses logiciels en exploitation**, du fait de la poursuite de la digitalisation des processus des entreprises et de son expansion géographique, qui **alimente les revenus (i) de maintenance**, dont le taux a progressivement été augmenté pour refléter l'enrichissement des versions proposées, **(ii) de souscription et (iii) des autres services**.

⁵ IGE+XAO a modifié la date de clôture de son exercice du 31 juillet au 31 décembre au cours de l'année 2018. L'évolution du chiffre d'affaires au 31/12/2018 est calculée sur les 12 mois de l'année 2018 par rapport aux 12 mois de l'exercice clos le 31 juillet 2017.

2.1.2 ...protégé par d'importantes barrières à l'entrée qui protègent les revenus mais ralentissent la conquête de nouveaux territoires et clients...

Le modèle économique d'IGE+XAO repose, comme pour beaucoup d'éditeurs de logiciels métiers, sur d'importantes barrières à l'entrée qui s'articulent autour de deux axes.

D'une part, et principalement, une entreprise supporte des coûts élevés lorsqu'elle veut changer⁶ un logiciel métier du type de ceux vendus par IGE+XAO car :

- 1/ Les salariés habitués à un logiciel métier devront être formés sur un nouveau logiciel (ce qui entraîne des coûts de formation) et subiront une perte de productivité au cours de la nouvelle phase d'apprentissage (ce qui provoque des coûts de sous-productivité).
- 2/ Les données stockées dans un environnement logiciel donné ne peuvent être que difficilement migrées vers un nouvel environnement logiciel, quand cela est possible.

Ainsi, l'ensemble de ces coûts de changement d'éditeur de logiciel est souvent supérieur au différentiel de prix entre les produits de deux éditeurs de logiciel.

Il en résulte que :

- 1/ Le taux d'attrition de la base de clients d'un éditeur de logiciel métier est souvent très faible.
- 2/ La fidélité des clients conjuguée au modèle économique basé sur des frais de maintenance ou sur l'abonnement assure une forte récurrence des revenus, même en période de crise économique.
- 3/ La conquête de nouveaux clients dans une zone géographique donnée ou sur une nouvelle zone géographique est, en revanche, freinée par cette fidélité des clients à leur fournisseur habituel.

Il convient de noter que la difficulté à conquérir des clients sur une nouvelle zone géographique est amplifiée pour IGE+XAO, en fait, par trois éléments supplémentaires :

- 1/ Les entreprises peuvent être réticentes à adopter un logiciel si elles ne disposent pas dans leur pays d'un vivier de personnes susceptibles d'utiliser le logiciel, faute d'avoir eu l'occasion d'y être formé, même si l'éditeur fournit, par ailleurs, des services de formation.
- 2/ Le haut niveau de fonctionnalités métiers des logiciels d'IGE+XAO suppose la mise en place d'équipes de vente en directe et d'après-vente dans chaque pays, ce qui ralentit le rythme de déploiement par rapport à un logiciel plus généraliste qui peut disposer de forces de vente indirectes assurées par des partenaires.
- 3/ IGE+XAO entre en concurrence avec certains éditeurs de logiciels plus généralistes tels que Dassault Systèmes ou Autodesk (Autocad) pour qui la conception électrique est un module au sein d'une offre plus complète et qui bénéficient d'une force de vente plus puissante et d'un vivier d'ingénieurs formés à leurs produits.

⁶ On parle de switching costs.

D'autre part, la reconstitution d'une offre logicielle équivalente à celle d'IGE+XAO supposerait d'engager des coûts de développement élevés qu'il serait difficile de rentabiliser compte tenu des difficultés susmentionnées concernant la constitution d'une base de clients.

Il en résulte qu'IGE+XAO bénéficie d'une forte fidélité de ses clients et s'avère relativement à l'abri de l'entrée de nouveaux concurrents.

2.1.3 ...dont le modèle économique se caractérise par de fortes marges et une faible intensité capitalistique faisant de la croissance le paramètre clé de valorisation

La valeur des offres logicielles d'IGE+XAO, qui sont à l'origine d'importants gains de productivité chez ses clients, conjuguée aux fortes barrières à l'entrée dont elle bénéficie expliquent sans doute pourquoi son activité affiche **une profitabilité élevée** : son taux de marge opérationnelle courant s'établissait à 28,8% en 2019 avant la crise sanitaire.

A cet égard, il faut noter que le levier opérationnel⁷ d'IGE+XAO s'avère relativement important. En effet, le coût marginal d'une licence ou d'un abonnement est quasi-nul tandis que ses charges sont essentiellement fixes bien qu'en partie discrétionnaires (recherche et développement, marketing et commercial, frais généraux...).

Parallèlement, **l'intensité capitalistique de l'activité d'IGE+XAO est négative** au sens où le montant des capitaux qu'elle doit employer pour réaliser son activité s'avère négatif. Cette situation résulte de la conjonction de trois éléments. En premier lieu, le métier de l'édition de logiciel ne nécessite que des investissements très limités en actifs corporels. En deuxième lieu, le principal poste d'investissement d'IGE+XAO correspond à ses frais de développement qu'elle n'active pas à son bilan. En dernier lieu, le besoin en fonds de roulement d'IGE+XAO est négatif car son activité ne nécessite la constitution d'aucun stock, tandis que les activités de maintenance génèrent un montant élevé de produits constatés d'avance, qui constituent une ressource.

Il en résulte que **le résultat opérationnel après impôt d'IGE+XAO a vocation à se transformer intégralement en flux de trésorerie pour ses actionnaires**, voire à ce que ce taux de transformation soit supérieur à 100% si la croissance génère une ressource sous forme de BFR négatif.

Dans ce contexte, on comprend que **le paramètre clé de valorisation d'une entreprise, comme IGE+XAO, correspond au taux de croissance de son activité.**

Pour illustrer ce point, on peut se référer au modèle de valorisation à une période dit de Gordon Shapiro où la valeur d'entreprise (VE) est égale au flux de trésorerie d'exploitation (FCF) divisé par la différence entre le taux d'actualisation (r) et le taux de croissance (g) de telle sorte que :

$$VE = FCF / (r - g)$$

⁷ Le levier opérationnel représente l'influence qu'une variation du chiffre d'affaires a sur le niveau de la marge opérationnelle. Un levier opérationnel élevé survient lorsqu'une société a des coûts fixes élevés.

Où :

- $FCF = EBIT \times [1 - IS]$ (soit le résultat opérationnel courant ou EBIT, après impôt) $\times \alpha$ (soit le taux de transformation de ce résultat en flux de trésorerie) ;
- $\alpha = 1 - g / ROCE^8$ (soit le taux de rentabilité des capitaux employés égal à $EBIT \times [1 - IS]$ / capitaux employés).

Ainsi, pour un taux d'actualisation donné, la croissance est susceptible :

- d'augmenter le taux de transformation du résultat opérationnel en flux de trésorerie (soit le coefficient α) compte tenu de la ressource constituée par le BFR ;
- d'avoir un effet positif sur le taux de marge (et donc directement sur l'EBIT et la génération de flux de trésorerie) compte tenu du levier opérationnel élevé observé dans le domaine de l'édition de logiciel ;
- d'augmenter le multiple appliqué au flux de trésorerie pour évaluer la société.

Ce multiple correspond, en effet, à l'inverse de la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance.

Or, plus le taux de croissance est élevé à un taux d'actualisation donné, plus la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance est faible et plus son inverse correspond à un multiple élevé.

Toutefois, même dans un secteur comme l'édition de logiciels qui recèle de nombreuses opportunités de croissance, augmenter le taux de croissance suppose d'accroître les investissements commerciaux, marketing, en développement de produit... qui constituent des charges qui dégradent le taux de marge, à tout le moins dans un premier temps, avant que l'effet de levier opérationnel compense cet effet.

Il existe alors, sans doute, un optimum, qui ne peut être trouvé par les dirigeants que de manière empirique en fonction de la situation concurrentielle, où il est pertinent de limiter momentanément le niveau de taux de marge pour augmenter la croissance.

Pour l'exprimer autrement :

- maximiser le taux de marge à court ou moyen terme ne constitue pas nécessairement la meilleure stratégie pour maximiser la valorisation d'une société d'édition de logiciels ;
- la limitation momentanée du taux de marge peut améliorer la valorisation d'une société d'édition de logiciels si elle entraîne une hausse du taux de croissance attendu et des multiples de valorisation en conséquence.

⁸ Notons que dans le cas d'espèce, le ROCE est mathématiquement négatif car les capitaux employés sont négatifs. Il en résulte que le coefficient α **est supérieur à 1 et croissant en fonction du taux de croissance.**

2.2 Performances financières historiques d'IGE+XAO

2.2.1 Une activité en croissance régulière, aux marges élevées, ayant retrouvé dès le premier semestre 2021 son niveau précédent la crise sanitaire...

La figure 4 présente l'évolution des résultats opérationnels d'IGE+XAO de l'exercice précédant la prise de contrôle de Schneider, clos le 31 juillet 2017, jusqu'au premier semestre 2021.

Figure 4. Compte de résultat simplifié d'IGE+XAO entre son exercice clos le 31 juillet 2017 et le 1^{er} semestre 2021 (en k€)

En k€	31/07/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	30/06/19	30/06/20	30/06/21
	12m	12m	12m	12 m	6 m	6 m	6 m
Chiffre d'affaires	29 439	31 886	33 933	32 676	17 224	15 845	17 767
<i>Croissance</i>	4,7%	8,3%	6,4%	-3,7%	7,6%	-8,0%	12,1%
Autres produits d'exploitation ⁹	908	828	935	840	431	330	331
Autres services extérieurs	6 558	7 166	6 760	5 529	3 292	3 108	3 378
Impôts et taxes	468	473	702	524	338	279	215
Charges de personnel	14 940	15 342	16 026	14 960	8 003	7 611	8 632
Autres produits et charges opérationnels			0	154			
EBITDA	8 381	9 733	11 380	12 349	6 022	5 177	5 873
<i>En % du CA</i>	28,5%	30,5%	33,5%	37,8%	35,0%	32,7%	33,1%
Dot ^o aux amortissement et provisions ¹⁰	434	456	1 610	1 725	762	851	890
Résultat opérationnel courant	7 947	9 277	9 770	10 624	5 260	4 326	4 983
<i>En % du CA</i>	27,0%	29,1%	28,8%	32,5%	30,5%	27,3%	28,0%
Autres produits et charges			7				
Résultat opérationnel	7 947	9 277	9 777	10 624	5 260	4 326	4 983

Source : états financiers d'IGE+XAO, analyses DKEC

La période étudiée est marquée, tout d'abord, par :

- une accélération de la croissance de l'activité d'IGE+XAO au cours des exercices 2018 et 2019 suivant la prise de contrôle de Schneider concrétisant la matérialisation de synergies commerciales (+7,4% vs +4,3% sur les 5 exercices précédents, cf. supra) ;
- une légère amélioration de son taux de marge opérationnelle de 180 points de base de 27,0% à 28,8%, illustrant les effets conjugués d'une amélioration de la croissance et d'un levier opérationnel élevé.

Cette période s'est achevée par les conséquences de la crise sanitaire qui s'est avérée un test réussi de la résilience de son modèle économique.

⁹ Dont crédit impôt recherche.

¹⁰ La hausse du poste des dotations aux amortissements et aux provisions au cours de l'exercice 2019 est liée à l'adoption de la norme IFRS 16.

En effet :

- Au cours de l'année 2020 :
 - ✓ La baisse du chiffre d'affaires d'IGE+XAO a été limitée à -3,7% et subie exclusivement sur le premier semestre¹¹. Les revenus récurrents ont, ainsi, fait plus que jouer leur rôle d'amortisseur en progressant de +5% tandis que les ventes de logiciels et de services, directement pénalisées par la limitation des déplacements, chutaient respectivement de -10% et -16%.
 - ✓ Le taux de marge opérationnelle courante a progressé de 370 points de base de 28,8% à 32,5% malgré le levier opérationnel de l'activité grâce à une baisse mécanique de certains postes de coûts en lien avec la pandémie (déplacements, participation à des événements professionnels...) et plus généralement à un strict contrôle des coûts.
- Au cours du premier semestre 2021 :
 - ✓ IGE+XAO a renoué avec la croissance (**+12,1% par rapport au 1^{er} semestre 2020**) et atteint un niveau de chiffre d'affaires supérieur à celui de 2019 (17.767 k€ vs 17.224 k€, soit **+ 3,2%**) grâce à la poursuite de la croissance des revenus récurrents (+3% par rapport au 1^{er} semestre 2020) et au fort rebond des ventes de licence et de services.
 - ✓ IGE+XAO a poursuivi l'amélioration de son taux de marge opérationnelle courante de 70 points de base par rapport au premier semestre 2020, la hausse des charges opérationnelles liée à la reprise progressive des actions commerciales et à la mise en œuvre de recrutements s'étant avérée moindre que celle du chiffre d'affaires.

Il convient de noter qu'IGE+XAO a publié, le 19 octobre 2021, son chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2021. Il fait apparaître une réduction du rythme de croissance :

- le chiffre d'affaires du **3^{ème} trimestre 2021** est en hausse respectivement de **+1,1% et +0,6%** par rapport à la même période de 2020 et 2019 ;
- le chiffre d'affaires des **neuf premiers mois de 2021** est en progression respectivement de **+8,4% et +2,3%** par rapport à la même période de 2020 et 2019.

2.2.2 ... générant une importante trésorerie

Comme nous l'avons indiqué précédemment (cf. paragraphe 2.1.3), le modèle économique d'IGE+XAO présente la particularité que ses capitaux employés sont structurellement négatifs.

Au 30 juin 2021, le ratio rapportant les capitaux employés d'IGE+XAO à son chiffre d'affaires est ainsi négatif à hauteur de -13,4%, soit un niveau relativement proche de celui constaté au 31 décembre 2020 (-13,5%), grâce à la ressource que constitue son besoin en fonds de roulement (-20,2%). Il s'avère supérieur à celui constaté les années précédentes (-8,0% au 31 décembre 2019, -2,5% au 31 décembre 2018 et -8,7% au 31 juillet 2017).

¹¹ Plus précisément, la croissance du 1^{er} semestre 2020 a été négative de -8,0% et la croissance du 2^d semestre positive à hauteur de +0,7% (source : communiqués financiers de l'exercice 2020 d'IGE+XAO).

Ce phénomène, conjugué à la politique de mise en réserve de ses résultats menée par IGE+XAO, qui lui permet de totaliser des fonds propres d'un montant de 52,8 m€ au 30 juin 2021, conduit IGE+XAO à disposer d'une trésorerie abondante.

Figure 5. Bilan économique d'IGE+XAO entre son exercice clos le 31 juillet 2017 et le 1^{er} semestre 2021 (en k€)

En k€	31/07/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	30/06/21
Immobilisations d'exploitation	1 770	2 506	2 710	2 536	2 409
<i>En % du CA</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>6,8%</i>
Besoin en fonds de roulement	-4 327	-3 293	-5 437	-6 963	-7 171
<i>En % du CA</i>	<i>-14,7%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-21,3%</i>	<i>-20,2%</i>
Capitaux employés	-2 557	-787	-2 727	-4 427	-4 762
<i>En % du CA</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-8,0%</i>	<i>-13,5%</i>	<i>-13,4%</i>
Impact bilantiel IFRS 16	0	0	-39	-79	-96
Ecart d'acquisition	2 777	2 777	2 777	2 777	2 777
Titres mis en équivalence	375	329	211	241	284
Impôts différés nets	156	278	356	416	298
Actif économique	751	2 597	578	-1 072	-1 499
Capitaux propres	32 743	36 792	41 424	49 064	52 763
Dette financière nette ajustée ¹²	-31 992	-34 195	-40 846	-50 137	-54 262
Capital financier	751	2 597	578	-1 072	-1 499

Source : états financiers d'IGE+XAO, analyses DKEC

2.3 Synthèse

IGE+XAO est un éditeur de logiciel spécialisé dans une niche (la CAO, la PLM et la simulation dans le domaine électrique) qui bénéficie :

- de parts de marché fortes en France et intéressantes en Europe ;
- de perspectives de croissance régulière grâce à la poursuite de la digitalisation des process des entreprises et de l'extension de son empreinte géographique ;
- d'un modèle économique protégé par d'importantes barrières à l'entrée (coûts de changement des logiciels pour les clients, investissements importants à consentir pour un nouveau concurrent) lui permettant de disposer de marges opérationnelles élevées sans avoir à mobiliser de capitaux sous forme d'immobilisations corporelles et de besoins en fond de roulement pour assurer sa croissance.

L'enjeu en termes de valorisation pour IGE+XAO repose sur le fait de trouver un équilibre entre la réalisation d'investissements commerciaux, marketing et de recherche et développement pouvant dégrader sa marge à court ou moyen terme afin d'accélérer sa croissance, ce dernier paramètre étant déterminant pour les multiples de valorisation.

¹² Hors dettes liées à l'application de la norme IFRS 16 dont l'impact est pris en compte globalement dans la ligne « impact bilantiel IFRS 16 ».

Nous avons noté qu'IGE+XAO bénéficie d'un contexte favorable à sa croissance lié au processus de digitalisation des entreprises et que la prise de contrôle par Schneider a favorisé sa croissance en 2018 et 2019 avant l'irruption de la crise sanitaire.

Mais, il convient de souligner également le principal frein à son développement : accroître son internationalisation dans un contexte où les clients sont très fidèles à leur éditeur de logiciel et où il est nécessaire de déployer une force de vente et de support technique directes pour conquérir de nouveaux marchés.

Figure 6. Matrice SWOT d'IGE+XAO

Forces (Strengths)	Faiblesses (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none">- Acteur de référence dans une niche du domaine de la CAO / PLM / Simulation- Fortes barrières à l'entrée liées à la fidélité des clients et des investissements en R&D à consentir- Part importante des revenus récurrents	<ul style="list-style-type: none">- Difficulté à conquérir de nouveaux clients compte tenu des switching costs- Difficulté à conquérir de nouveaux territoires compte tenu de l'existence d'acteurs historiques et du besoin de mettre en place une force de vente directe
Opportunités (Opportunities)	Menaces (Threats)
<ul style="list-style-type: none">- Digitalisation continue des process des entreprises- Nombreux territoires géographiques à conquérir	<ul style="list-style-type: none">- Réduction des volumes de câbles avec le "wireless"- Concurrence de solutions plus généralistes comme AutoCad, d'acteurs globaux ou d'éditeurs de logiciels métiers tels que EPLAN

3. Données structurant l'évaluation d'IGE+XAO

3.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action d'IGE+XAO a été réalisée à la date du **15 octobre 2021**.

Les dates de référence retenues dans ce rapport pour les cours de bourse d'IGE+XAO correspondent :

- au 19 juillet 2021, pour l'analyse du cours de bourse avant l'annonce du projet d'Offre ;
- au 15 octobre 2021, pour l'analyse du cours de bourse après l'annonce du projet d'Offre.

3.2 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions IGE+XAO retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 1.299.947.

Il correspond au nombre de titres formant le capital d'IGE+XAO à la date du présent rapport duquel nous avons déduit les actions auto-détenues au 30 juin 2021.

Figure 7. Détail du nombre d'actions retenu



Nombre de titres formant le capital	1 304 381
Titres auto-détenus	-4 434
Nombre de titres retenus	1 299 947

3.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Nous avons retenu un ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres qui s'élève à +53.761 m€¹³ sur la base des données comptables d'IGE+XAO au 30 juin 2021. Il intègre les éléments suivants :

- (+) la trésorerie d'un montant de 52,861 m€ ;
- (+) les créances d'impôts, soit 2,684 m€ ;
- (+) les titres mis en équivalence retenus pour leur valeur nette comptable, soit 0,284 m€ ;
- (+) les déficits reportables reconnus en impôts différés, soit 0,126 m€ ;
- (-) les avantages au personnel nets d'impôts différés, soit 1,409 m€ ;
- (-) les intérêts minoritaires retenus pour leur valeur nette comptable, soit 0,785 k€.

Ces éléments d'ajustement ont été déterminés hors prise en compte des dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16.

¹³ Cet ajustement conduit à ce que la valeur des titres soit supérieure à la valeur d'entreprise.

Il convient de noter qu'une approche similaire a été retenue pour le passage entre la valeur de marché des fonds propres et la valeur d'entreprise des sociétés comparables cotées consistant à ne pas retenir les dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16 et à tenir compte de la valeur des titres mis en équivalence et des intérêts minoritaires à leur valeur comptable.

4. Eléments d'appréciation du Prix d'Offre

Après avoir exposé les approches d'évaluation écartées pour l'appréciation du Prix d'Offre (4.1), nous mettons en œuvre les méthodes et références retenues (4.2 à 4.4) avant, enfin, d'analyser les synergies liées à l'Offre (4-5).

4.1 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

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

4.1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait valablement pas être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la totalité de la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques certifiées par des commissaires aux comptes.

A titre strictement informatif, les capitaux propres part du groupe au 30 juin 2021 d'IGE+XAO s'établissent à 51,978 m€, soit 39,98 € par action, sur la base d'un nombre d'actions hors actions auto-détenues de 1.299.947.

4.1.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

Selon la base de données Bloomberg, le titre IGE+XAO n'était suivi que par un seul analyste à la date d'annonce de l'Offre, Portzamparc.

Le dernier objectif de cours de ce cabinet date du 18 février 2021, c'est-à-dire postérieurement à l'annonce des résultats annuels 2020 mais antérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du premier trimestre 2021, des résultats semestriels 2021 et du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2021.

Il s'établissait à 206,2€ en hausse par rapport au précédent objectif de 181,3€ du 15 octobre 2020.

La référence aux objectifs de cours des analystes n'apparaît pas pertinente dans le cas d'espèce car la couverture du titre d'IGE+XAO se limitait à un seul analyste dont le dernier objectif ne tenait pas compte des informations récentes relatives à la société (annonce des résultats semestriels 2021 et du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2021) et de l'évolution des marchés sur une période d'environ 8 mois.

4.1.3 Référence à des transactions récentes significatives sur le capital

Nous n'avons pas relevé de transactions récentes significatives sur le capital d'IGE+XAO, sachant que l'Initiateur indique, dans le projet de note d'information, ne pas être intervenu sur le titre IGE+XAO sur une période de douze mois précédant l'annonce de l'Offre le 20 juillet 2021.

Pour mémoire, nous rappelons que Schneider a déposé un premier projet d'offre publique d'achat sur les actions IGE+XAO le 8 novembre 2017, ayant donné lieu à une décision de conformité le 12 décembre 2017, à un prix unitaire de 132,00€ (coupon de 1,55€ attaché).

4.1.3 Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant des actifs patrimoniaux, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Cette méthode apparaît ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective de long-terme. Elle n'a pas été retenue, de ce fait, dans le cas présent.

4.1.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière représentative de leur capacité de distribution.

La trésorerie accumulée par IGE+XAO (cf. paragraphe 2.2.2) témoigne du fait que la politique de distribution mise en œuvre ne reflète pas sa capacité distributive.

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas pertinente au cas présent.

4.1.5 Méthode des transactions comparables

Comme la méthode des comparables boursiers (cf. paragraphe 4.4), la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

Cette méthode capture, dans le multiple calculé, la prime accordée par l'acquéreur par rapport à la valeur intrinsèque standalonne de la société acquise, lorsqu'il est attendu que la transaction soit porteuse de synergies¹⁴.

Cela résulte du fait que la valeur d'entreprise de la cible, intégrant la valeur des synergies accordée à ses actionnaires, est rapprochée de son agrégat de l'année précédant l'acquisition ou de son agrégat estimé pour l'année d'acquisition, qui sont des agrégats ne tenant pas compte des effets des synergies attendues.

¹⁴ La recherche académique a montré que le cours de bourse d'une société initiant une opération de fusion acquisition réagit, en moyenne, légèrement négativement à l'annonce d'une telle opération. Ce constat trouve son explication dans le fait que les gains attendus sous la forme de synergies sont rétrocédés, en moyenne, aux actionnaires de la cible au travers de la prime offerte.

Voir : Mulherin, J.H., Netter, J.M., Poulsen, A.B., The Evidence on Mergers and Acquisitions : A Historical and Modern Report, 2017, The Handbook of the Economics of Corporate Governance.

Nous avons identifié un échantillon de 28 transactions intervenues, depuis le début de l'année 2019, dans les domaines de la CAO, de la PLM ou de la simulation en Europe, aux USA et au Japon effectuées pour un montant de 50 m€ à 1.000 m€, fourchette large qui encadre la taille d'IGE+XAO.

L'ensemble de ces transactions ont été réalisées par des acteurs industriels cherchant à générer des synergies, notamment, en intégrant les produits de ces acquisitions dans leurs plateformes logicielles ou leur réseau commercial mondial.

Les multiples issus de ces transactions intègrent donc la quote-part des synergies concédées aux actionnaires de la cible.

Or, les agrégats du plan d'affaires d'IGE+XAO tiennent d'ores et déjà compte des synergies liées à son rapprochement avec Schneider qui ont pu être mises en œuvre depuis environ trois ans (cf. notamment le paragraphe 1.4.6).

Il en résulte que mettre en œuvre cette approche conduirait à compter deux fois les effets de la prime de contrôle qu'un acquéreur paye aux actionnaires de la cible, via le multiple et via l'agrégat.

Par ailleurs, la méthode des transactions comparables ne peut pas être mise en œuvre de manière alternative en appliquant :

- aux agrégats d'IGE+XAO des multiples de transaction qui seraient retraités des synergies attendues car il n'existe pas de méthode pour extraire des multiples de transactions comparables l'impact des synergies attendues ;

L'application d'une décote moyenne forfaitaire aux multiples de transactions comparables ne tiendrait pas compte du fait que (i) il existe une forte dispersion des primes observées sur les transactions publiques, (ii) il n'existe pas de méthode pour isoler la part des synergies dans les primes observées sur les transactions publiques et (iii) on ne peut pas observer de prime dans les transactions privées qui constituent pourtant l'essentiel des transactions.

- des multiples de transactions comparables à des agrégats d'IGE+XAO retraités pour extraire l'effet des synergies obtenues du rapprochement avec Schneider depuis trois ans.

Les effets de ce rapprochement sont trop nombreux, depuis trois ans, pour qu'il soit possible, en pratique, de reconstituer les agrégats d'IGE+XAO en dehors des effets de la prise de contrôle par Schneider.

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas appropriée au cas d'espèce.

A titre strictement informatif, on peut observer que parmi les 28 transactions identifiées, il existe des informations publiques permettant de calculer un multiple de chiffre d'affaires pour 5 d'entre elles et un multiple d'EBITDA pour une seule. L'application de cette méthode sur la base du multiple médian de chiffre d'affaires aboutit à une valeur par titre IGE+XAO de 232€. Sa mise en œuvre à partir d'un multiple d'EBITDA n'apparaît pas pertinent en l'absence de données suffisantes.

4.2 Référence au cours de bourse – à titre principal

4-2-1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique.

Deux conditions se dégagent pour qu'il en soit ainsi.

En premier lieu, le titre doit être liquide, c'est-à-dire qu'il doit pouvoir être échangé rapidement et à un faible coût¹⁵. S'il n'en est pas ainsi, les investisseurs attendront qu'un écart suffisamment grand apparaisse entre le cours d'un titre et sa valeur estimée pour intervenir, de telle sorte que le cours n'intégrera qu'avec retard l'ensemble des informations pertinentes pour l'évaluation du titre. La liquidité d'un titre est souvent mesurée au travers du taux de rotation de son capital ou de son flottant car plus les coûts de transaction sur un titre sont faibles plus il est échangé. Un corollaire à ce principe est qu'on est susceptible d'observer de brusques variations à la hausse ou à la baisse d'un titre dans de faibles volumes, en l'absence de toute nouvelle significative, lorsqu'un titre est peu liquide.

En second lieu, les opinions favorables **et** défavorables à l'égard d'un titre doivent pouvoir être intégrées dans son cours, ce qui suppose qu'il ne soit pas sujet à des limites à l'arbitrage, autrement dit qu'il puisse être vendu à découvert. S'il en est différemment, le cours reflètera les opinions des investisseurs les plus optimistes, ce phénomène se trouvant exacerbé pour les sociétés pour lesquelles les divergences d'opinions sont les plus importantes¹⁶. Les limites à l'arbitrage d'un titre sont souvent mesurées à partir du coût du prêt-emprunt sur titres (ou marge de repo), du pourcentage de son capital détenu par des investisseurs institutionnels¹⁷ et de sa volatilité, qui est un proxy du risque d'arbitrage¹⁸.

4-2-2 Analyse du cours de bourse

a) Analyse de l'évolution du cours de l'action IGE+XAO avant la date d'annonce de l'Offre

Les actions d'IGE+XAO sont admises à la négociation sur Euronext Paris, compartiment B.

La figure suivante présente l'évolution de son cours entre le 15 février 2018 et le 19 juillet 2021, comparée à l'indice CAC Technologie. La date du 15 février 2018 correspond au lendemain de

¹⁵ Les coûts de transaction visés correspondent en particulier aux commissions de courtage, au bid-ask spread pour les ordres d'un faible volume et à l'impact sur le cours pour les ordres d'un volume plus important émanant des investisseurs institutionnels.

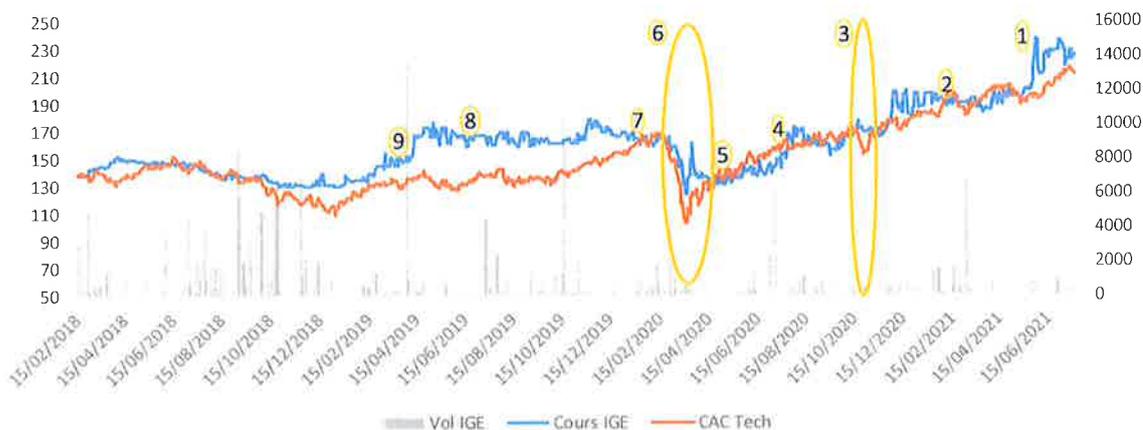
¹⁶ Miller, E.M., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, *Journal of Finance*, 1977, vol. 32 n°4.

¹⁷ Car ils sont plus à même que les investisseurs individuels de prêter leurs titres et donc d'alimenter le marché du prêt-emprunt de titres.

¹⁸ Plus la volatilité est forte plus il existe un risque important pour l'arbitragiste que le cours du titre qu'il vend à découvert continue à s'écarter de sa valeur estimée et qu'il doive clôturer sa position par anticipation, faute de capital suffisant pour la maintenir. Voir par exemple : Gromb, D., Vayanos, D., *Limits of Arbitrage*, *Annual Review of Financial Economics*, 2010.

la clôture de la période de réouverture de la première offre réalisée par Schneider tandis que la date du 19 juillet 2021 correspond à la veille de l'annonce du projet d'Offre.

Figure 8. Evolution du cours de l'action IGE+XAO comparée au CAC Technologie entre le 15 février janvier 2018 et le 19 juillet 2021¹⁹



Date	Annances
1	fin mai-21 Hausse du titre sans nouvelles spécifiques
2	16/02/21 Publication résultats annuels 2020
3	nov.-20 Chute des marchés suite au 2d confinement et rebond suite aux annonces sur l'efficacité des vaccins
4	21/07/20 Publication résultats semestriels 2020
5	28/04/20 Publication chiffre d'affaires 1er trimestre 2020
6	mars-20 Chute des marchés suite au 1er confinement
7	11/02/20 Publication résultats annuels 2019
8	23/07/19 Publication résultats semestriels 2019
9	17/04/19 Publication chiffre d'affaires 1er trimestre 2019

L'analyse du cours de l'action IGE+XAO fait apparaître que dans l'année qui a suivi la clôture de la première offre réalisée par Schneider (soit environ entre février 2018 et mars 2019) son cours a évolué dans une bande relativement étroite comprise entre 130€ et 150€.

Le titre IGE+XAO a progressé au début du mois d'avril 2019 d'environ 150€ à 170€ en anticipation de la publication du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2019, qui s'est révélée favorable avec une hausse de +7,3%. Il est ensuite demeuré dans une fourchette étroite comprise entre 150€ et 180€ jusqu'à l'annonce du premier confinement au mois de mars 2020.

Le titre IGE+XAO a logiquement souffert de cette annonce mais a retrouvé son niveau antérieur dans la foulée de la publication de ses résultats du 1^{er} semestre 2020. L'annonce du deuxième confinement et des résultats prometteurs des vaccins n'a pas eu d'effet significatif sur le titre.

Ensuite, on peut observer deux phases de progression du titre, l'une à la fin de l'année 2020, où celui-ci passe d'un pallier de 170€ à 200€, l'autre à la fin du mois de mai 2021, où il franchit

¹⁹ Source des données : Bloomberg.

un nouveau pallier de 200€ à 230€. Durant ces deux périodes, nous ne relevons pas d'information spécifique à IGE+XAO expliquant ces évolutions.

Sur l'ensemble de la période étudiée, on peut également noter que le cours du titre IGE+XAO a connu une progression relativement proche, bien que légèrement supérieure, à celle de l'indice CAC Technologie.

Si on observe plus finement les évolutions quotidiennes du titre IGE+XAO sur la période étudiée, on constate 64 occurrences où la valeur absolue de son évolution a été supérieure à 4% dans des volumes très faibles (en moyenne 251 titres), une faible part de ces occurrences pouvant s'expliquer par une annonce spécifique à IGE+XAO. Ces nombreuses évolutions significatives dans de très faibles volumes illustrent la faible liquidité du titre qui est confirmé par l'analyse de la rotation du flottant (cf. ci-dessous paragraphe c).

b) Analyse de l'évolution du cours de l'action IGE+XAO après la date d'annonce de l'Offre

En présence de marchés efficients, le cours de bourse d'un titre objet d'une offre est égal à une moyenne pondérée entre :

- sa valeur intrinsèque en cas d'échec de l'offre ;
- sa valeur intrinsèque en cas de réussite de l'offre, pour autant que le titre ne fasse pas l'objet d'un retrait obligatoire ;
- le prix d'offre.

Il résulte de ce constat que :

- l'observation d'un cours supérieur au prix d'offre peut signifier alternativement que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque du titre s'avère supérieure au prix d'offre ou que le cours n'est pas efficient²⁰ ;
- l'observation d'un cours inférieur au prix d'offre signifie que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque est inférieure au prix d'offre et qu'il existe une probabilité que l'offre n'arrive pas à son terme²¹.

Dans ce cadre, il est donc significatif d'observer que le cours de l'action IGE+XAO s'est échangé très majoritairement, dans des volumes importants, à un cours inférieur ou équivalent au Prix d'offre entre le 20 juillet et le 15 octobre 2021. Les échanges réalisés à un cours supérieur au Prix d'Offre l'ont été à la fois à un cours proche du Prix d'offre et dans des volumes restreints.

Plus spécifiquement²² :

- Il s'est échangé 95.307 titres IGE+XAO, représentant 7,3% de son capital, depuis l'annonce de l'Offre et jusqu'au 15 octobre 2021.

²⁰ Cela peut se produire si en période d'offre un nombre restreint d'investisseurs achètent des titres dans des volumes étroits.

²¹ Dans un contexte où le coût de portage des titres jusqu'à la conclusion de l'offre est insignifiant voire négatif dans un environnement de taux d'intérêt à court terme négatif.

²² Source des données : Bloomberg.

- Le cours le plus haut atteint par le titre IGE+XAO depuis l'annonce de l'Offre est 264€ (soit +1,5% par rapport au Prix d'offre) au cours de journées où il a été échangé seulement 305 titres.
- Il a été échangé 37.967 titres au cours de séances où le cours le plus haut atteint a dépassé 260€ mais un volume total de 31.818 titres a fait l'objet de transactions au cours de séances où le prix moyen pondéré par les volumes est demeuré inférieur à 260€.

Globalement, ces éléments montrent qu'il n'y a pas d'anticipation de la part du marché que la valeur intrinsèque du titre IGE+XAO serait supérieure au Prix d'Offre.

Figure 9. Evolution du cours de l'action IGE+XAO depuis la date d'annonce de l'Offre²³



c) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse de l'action

Nous présentons ci-après le cours du titre IGE+XAO à la date du 19 juillet 2021 et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant l'annonce de l'Offre, ainsi que la rotation du capital.

Figure 10. Analyse de la référence au cours de l'action IGE+XAO²⁴

	Spot au 19/07/21	1 mois	3 mois	Moyenne 6 mois	12 mois
Cours moyen pondéré par les volumes (en €)	226,0	226,4	220,0	202,5	185,8
Prime / Décote	15,0%	14,8%	18,2%	28,4%	39,9%
+ haut (en €)		236,0	238,0	238,0	238,0
+ bas (en €)		218,0	190,0	184,0	150,0
Volume cumulé de titres	5	2 084	4 821	12 603	26 455
Volume moyen de titres		130	103	134	137
Rotation du capital		0,5%	1,2%	3,0%	6,4%

²³ Source des données : Bloomberg.

²⁴ Source des données : Bloomberg

Ce tableau confirme la faible liquidité du titre IGE+XAO au travers de la rotation du flottant que ce soit à court terme (0,5% sur le mois précédent l'annonce de l'Offre) ou à moyen terme (6,4% sur les douze mois précédant l'annonce de l'Offre).

Nous retiendrons, toutefois, la référence au cours de bourse à titre principal pour deux raisons :

- Malgré sa faible liquidité, nous n'avons pas observé que le cours du titre serait systématiquement biaisé par l'incorporation asymétrique des anticipations les plus optimistes, tout en ayant noté certaines variations par saut qui ne s'expliquaient pas par des nouvelles spécifiques au titre.

Or, il s'agit, selon nous, de la principale limite à la référence au cours de bourse en présence d'illiquidité.

- Le cours de bourse constitue un prix de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

Nous relevons alors que le Prix d'offre extériorise :

- une prime de +15% par rapport au cours précédent l'annonce de l'Offre du 19 juillet 2021 ;
- une prime comprise entre +15% et +40% par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois, ces primes nous semblant significatives pour apprécier l'équité des conditions financières de l'Offre dans un contexte où le cours d'IGE+XAO a subi des sauts à la fin de l'année 2020 et au mois de mai 2021, en l'absence de toute information spécifique.

4.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal

4.3.1 Principe

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme des flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés à un taux représentatif des risques systématiques supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, minorée de l'endettement financier net.

4.3.2 Prévisions retenues

a) [Plan d'affaires d'IGE+XAO 2021 - 2024](#)

IGE+XAO a établi un plan d'affaires sur la période 2021 – 2024 qui a été présenté et approuvé par son conseil d'administration le 19 juillet 2021. Il a été construit :

- 1/ selon une approche bottom-up partant d'hypothèses établies par commercial, par mode de vente et par pays ainsi que par poste de charges pour atteindre les objectifs commerciaux et de développement des produits envisagés ;
- 2/ en retenant les bénéfices de l'appartenance au groupe Schneider, en particulier en termes commerciaux, mais sans prendre en compte les conséquences d'une éventuelle intégration globale (cf. paragraphes 1.4.6 et 4.5) ;

- 3/ en tenant compte du coût d'un retrait de la cote estimé annuellement à 0,1 m€ ;
- 4/ sans prendre en compte le coût de plan d'intéressement à long terme en actions de performance dont bénéficient certains salariés au niveau de Schneider dans la mesure où il n'a pas aujourd'hui été décidé qu'il fasse l'objet d'une refacturation à IGE+XAO²⁵ (cf. paragraphes 1.4.2 et 4.4.3).

Ses hypothèses structurantes sont les suivantes :

- Le chiffre d'affaires est attendu en progression de +15,0% sur l'exercice 2021, grâce à un effet rebond après le recul enregistré en 2020, et en croissance moyenne annuelle de +7,9% sur les années 2022 à 2024.

A la date du présent rapport :

- ✓ les objectifs de chiffre d'affaires pour l'année 2021 apparaissent ambitieux dans la mesure où la croissance du chiffre d'affaires à la fin du 3^{ème} trimestre se limite à +8,4% et où les ventes du 4^{ème} trimestre ne pourront pas bénéficier d'un effet de base aussi favorable que les trimestres précédents ;
- ✓ les objectifs sur la période 2022 – 2024 requerront une bonne dynamique pour être atteints car ils supposent une croissance légèrement plus forte (+0,5%) que celle enregistrée depuis la prise de contrôle par Schneider sur les exercices 2018 et 2019, sachant qu'un plan de recrutement important a été lancé dès 2021.

Il est attendu que la dynamique de la période 2022 – 2024 repose sur une poursuite de la croissance des pays où son activité a atteint une certaine maturité en Europe ainsi que des ventes de licences perpétuelles, de maintenance et de services tout en bénéficiant d'une progression rapide des zones géographiques en développement en Europe, Amérique et Asie (TCAM de +24%) ainsi que des ventes par abonnement (TCAM de +13%).

- Le taux de marge opérationnelle courante²⁶ est attendu en baisse en 2021 à un niveau toutefois légèrement supérieur à celui de 2019 du fait d'une normalisation d'un certain nombre de postes de charges (déplacements, prospection commerciale...) et d'efforts de recrutement pour atteindre les objectifs de croissance fixés les années suivantes.
- Le taux de marge opérationnelle courante est ensuite attendu en progression jusqu'à atteindre 30,6% en 2024 sous l'action de deux effets contradictoires. D'une part, les frais de vente et de marketing progressent plus vite que le chiffre d'affaires, traduisant les efforts commerciaux nécessaires à la concrétisation des ambitions d'IGE+XAO. D'autre part, les autres postes de coûts progressent moins rapidement que l'activité, ce qui reflète une meilleure absorption de certaines charges fixes (notamment les frais de recherche et développement ou les frais généraux) dans un contexte de croissance dynamique du chiffre d'affaires.

²⁵ L'exposé de ce plan et de coûts sur la période 2021 – 2023 a été réalisé lors du conseil d'administration d'IGE+XAO du 20 septembre 2021.

²⁶ Qui intègre l'effet du crédit impôt recherche qui est déduit des frais de recherche et développement qui ne sont pas capitalisés.

- Le modèle économique d'IGE+XAO demeure toujours fortement générateur de liquidité dans la mesure où :
 - ✓ le besoin en fonds de roulement continue à constituer une ressource, bien qu'il soit attendu que son niveau rapporté au chiffre d'affaires reflue après le pic en pourcentage de chiffre d'affaires atteint en 2020 ;
 - ✓ le niveau des investissements net des amortissements demeure d'un niveau très limité, étant rappelé que les frais de recherche et développement ne sont pas capitalisés.

Le taux d'imposition retenu s'élève à 25,0%, cohérent avec l'empreinte géographique des activités d'IGE+XAO et le projet de Loi de Finance 2021, étant rappelé le caractère non imposable du CIR.

La valeur des économies d'impôts liées aux reports déficitaires est prise en compte dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres au travers de la valeur comptable du montant des impôts différés actifs correspondants (cf. paragraphe 3.3).

Globalement, le plan d'affaires paraît volontariste dans la mesure où il prend comme origine une année 2021 dont la performance réalisée à la fin du troisième trimestre est limitée, et où il retient une croissance dynamique les années suivantes, supposant un important développement dans des zones où IGE+XAO est actuellement peu implantée.

b) Prolongation du plan d'affaires

Le niveau de croissance du chiffre d'affaires prévu pour IGE+XAO à l'horizon 2024 demeure élevé à environ +8%.

Nous avons donc prolongé son plan d'affaires sur une période de 10 ans en retenant les hypothèses suivantes :

- une baisse du taux de croissance du chiffre d'affaires afin de le faire converger vers notre hypothèse de croissance à long terme ;
- un maintien du niveau du taux de marge opérationnelle courante par rapport au niveau de 2024 ;
- une intensité capitalistique demeurant constante²⁷.

Il convient de souligner que :

- la durée relativement longue de la période d'extrapolation vise à appréhender les opportunités de croissance liées au processus continu de digitalisation des entreprises et aux efforts spécifiques menés par IGE+XAO pour étendre son empreinte géographique ;
- le maintien du taux de marge opérationnelle courante observé en 2021 reflète les efforts croissants en matière d'investissements commerciaux que la Société devra réaliser pour recruter des clients dans des zones géographiques où elle est moins bien implantée même

²⁷ Les ratio « BFR sur chiffre d'affaires » et « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » demeurent globalement constants les années de prolongation du plan d'affaires.

si cette croissance permet de mieux absorber certaines charges fixes, comme les frais de recherche et développement.

4.3.3 Taux d'actualisation

a) Principe

Les flux futurs de trésorerie doivent être actualisés au taux de rendement requis par l'ensemble des apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers) qui dépend du risque intrinsèque de l'activité, du levier financier utilisé et de l'avantage procuré par la déductibilité des frais financiers.

Le taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux est traditionnellement déterminé à partir du coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») tandis que le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

L'utilisation d'un coût moyen pondéré du capital est le moyen de tenir compte, implicitement, dans le taux d'actualisation, des économies d'impôts liées à la déductibilité des frais financiers.

Notre estimation du coût des fonds propres K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché Action} + \text{prime(s) de risque complémentaire(s)}$$

Avec :

Rf :	Taux sans risque
β :	Béta des fonds propres de la société qui mesure son exposition aux risques de marché non diversifiables
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché Action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime(s) de risque complémentaire(s)	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille, à une prime de risque pays ou à une prime spécifique liée à la probabilité de ne pas réaliser le plan d'affaires

b) Paramètres

Structure financière

Nous avons retenu une structure financière cible entièrement composée de fonds propres au regard du fait que dans le modèle économique d'IGE+XAO le BFR constitue une ressource de financement tandis que les investissements incorporels et corporels sont très limités.

Le taux d'actualisation correspond alors à un taux des fonds propres « sans dettes » ce qui signifie que le taux des fonds propres est calculé à partir d'un bêta d'actif.

Taux sans risque

Nous avons retenu un taux sans risque de +0,28% basé sur la moyenne 20 jours du taux de rendement moyen des obligations souveraines européennes utilisées pour calculer la prime de risque de marché 15 octobre 2021 (source : Bloomberg).

Retenir un taux sans risque basé sur les obligations souveraines européennes est cohérent avec la prépondérance des marchés européens dans l'activité d'IGE+XAO (cf. paragraphe 2.1.1).

Prime de risque de marché

Nous avons estimé le taux de rendement attendu du marché action au 15 octobre 2021 à 6,63%. Ce taux de rendement attendu du marché action a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des flux de dividende mis en œuvre sur la base de l'indice STOXX Europe 600²⁸.

Après déduction d'un taux sans risque moyen européen de +0,28%, la **prime de risque estimée de marché s'élève à 6,35%**.

Bêta sectoriel

Nous avons estimé le bêta d'IGE+XAO en deux étapes.

Tout d'abord, nous observons que le bêta d'actif médian des sociétés de notre échantillon de comparables cotés s'élève 0,98.

Ensuite, il convient de noter que d'un point de vue fondamental le bêta d'actif d'une société dépend de la sensibilité de son chiffre d'affaires à la conjoncture économique et de son levier opérationnel.

Or, nous avons observé que le modèle économique d'IGE+XAO se caractérise par un poids élevé des charges fixes tandis que la sensibilité de son chiffre d'affaires à la conjoncture économique est atténuée par le poids des revenus récurrents.

Au regard de ces éléments, nous retenons un bêta d'actif pour IGE+XAO arrondi à 1,0.

²⁸ Spécifiquement, le taux de rendement attendu du marché action est estimé sur la base du consensus des bénéfices des analystes extrapolé sur une période de deux ans pour faire converger le taux de croissance vers le taux attendu à long terme. Le montant des dividendes est estimé à partir des bénéfices déterminés par les analystes, le taux de croissance retenu et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette approche permet d'éviter les problèmes d'estimations basées sur les flux de dividende distribués qui ne tiennent compte ni de l'émission d'actions nouvelles ni de l'évolution de la structure financière. Concernant le choix méthodologique consistant à référer à des données agrégées au niveau d'un indice pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Li, Y., Ng, D.T., Swaminathan, B., Predicting market returns using aggregate implied cost of capital, *Journal of Financial Economics*, 2013. Concernant le choix méthodologique consistant à retenir les dividendes distribuables plutôt que les dividendes distribués pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Straehl, P.U., Ibbotson, R.G., *The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payout and the Real Economy*, *Financial Analyst Journal*, 2017 et Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., Roberts, M.R., *On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing*, *The Journal of Finance*, 2007.

Prime de taille

La prime de taille correspond à la constatation empirique que le taux de rendement ajusté du risque²⁹ des sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille.

Bien que la prise en compte d'une prime de taille soit sujette à controverse³⁰, nous considérons que le nombre et la diversité des analyses empiriques réalisées en la matière aussi bien dans le domaine universitaire³¹ que dans le domaine de la gestion d'actifs³² justifie de la retenir en matière d'évaluation.

Nous retenons la prime de taille estimée par le cabinet Duff & Phelps qui s'élève à 2,29% pour les sociétés dont la capitalisation est cohérente avec celle d'IGE+XAO.

c) Taux d'actualisation retenu

Sur la base des paramètres précédemment exposés, nous retenons un taux d'actualisation de 8,9%.

4.3.4 Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale dépend, outre du taux d'actualisation, de deux paramètres : le taux de croissance à long terme retenu et l'évolution du taux de rendement des capitaux employés au-delà de l'horizon de prévisions explicites.

En premier lieu, nous observons qu'IGE+XAO disposera sans doute encore d'un potentiel de croissance de son activité notamment dans le cadre de la poursuite de son expansion géographique.

C'est pourquoi nous retenons un taux de croissance à long terme de 2,5% supérieur au taux d'inflation anticipé à long terme de 1,8%³³.

En second lieu, nous avons relevé que son activité était protégée par d'importantes barrières à l'entrée. C'est pourquoi nous considérons qu'elle sera en mesure de conserver le taux de marge opérationnelle courante utilisé à la fin de l'horizon de prévision avec une intensité capitalistique constante.

4.3.5 Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des DCF aboutit dans notre scénario central à une **valorisation de l'action IGE+XAO de 199€** sur la base de laquelle le Prix d'offre fait ressortir une **prime de 31%**.

²⁹ Le risque mesuré par le coefficient bêta du MEDAF.

³⁰ Par exemple : Damodaran, A., The Small Cap Premium, Where is the beef, 2015.

³¹ Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T.J., Pedersen, L.H., Size matters, if you control for your junk, Journal of Financial Economics, 2018.

Levy, M., Levy, H., Under-Diversification and the Size Effect, working papers, 2019.

³² Alquist, R., Israel, R., Moskowitz, T.J., Fact, Fiction, and the Size Effect, The Journal of Portfolio Management, 2018.

³³ Source : prévision d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels selon l'étude réalisée par la Banque Centrale Européenne du 3^{ème} trimestre 2021.

Par ailleurs, nous avons procédé à une première analyse de sensibilité de la valorisation de l'action IGE+XAO :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,5% ;
- au taux de croissance à long terme en retenant un pas de +/- 0,5% ;

Figure 11. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation				
		7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	206	194	183	174	166
	2,0%	216	202	190	180	171
	2,5%	228	212	199	187	177
	3,0%	243	224	208	195	184
	3,5%	261	238	220	205	192

Nous avons également procédé à une analyse de sensibilité de la valorisation de l'action IGE+XAO :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,5% ;
- à son taux de marge opérationnelle courante à long terme en retenant un pas de +/- 0,5%.

Figure 12. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de marge

		Taux d'actualisation				
		7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
Tx marge à LT	29,6%	224	208	195	184	174
	30,1%	226	210	197	186	176
	30,6%	228	212	199	187	177
	31,1%	230	214	200	189	178
	31,6%	233	216	202	190	180

Sur la base de nos analyses de sensibilité, la valeur de l'action IGE+XAO s'établit dans une fourchette de **187€ à 212€**, extériorisant une prime par rapport au Prix d'offre comprise entre **23% et 39%**.

4.4 Méthode des comparables boursiers – à titre principal

4-4-1 Principe

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendées au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

4-4-2 Présentation de l'échantillon retenu

Dans l'univers des éditeurs de logiciels industriels, nous avons recherché des sociétés dont l'activité les conduisait à intervenir principalement dans les domaines de la CAO, de la PLM ou de la simulation en Europe, aux USA et au Japon.

Compte tenu des différences pouvant exister selon les sociétés en termes de domaine particulier d'intervention, de mix des activités, d'exposition aux zones géographiques et de taille nous avons pris le parti de constituer un échantillon relativement large comptant onze sociétés qui sont les suivantes :

- **Dassault Systèmes** : créée en France en 1981 pour développer à l'origine des logiciels de modélisation en trois dimensions destinés à la conception de maquettes aérodynamiques dans le but de réduire le temps d'essai en soufflerie, elle a progressivement étendu l'application des modélisations en 3D à la conception d'une grande variété de pièces jusqu'à la conception intégrée des produits en 3D et développé une solution de gestion du cycle de vie des produits en 3D. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 4,5 milliards d'euros en 2020.
- **Nemetschek** : créée en Allemagne, elle offre des solutions logicielles de conception et d'ingénierie tout au long du cycle de vie des constructions ainsi que dans le domaine des médias. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 0,6 milliards d'euros en 2020.
- **PTC** : il s'agit d'une société américaine qui propose un portefeuille de solutions de CAO, de PLM et de gestion du cycle de vie des services. Elle propose également une suite de solutions pour l'Internet des objets (IoT). Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1,5 md\$ pour son exercice clos le 30 septembre 2020.
- **Trimble** : il s'agit d'une société américaine qui fournit des solutions de modélisation 3D, de CAO et de systèmes embarqués pour les secteurs de l'agriculture, de la construction, de la gestion de ressources, de l'industrie géospatiale et des transports. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3,1 md\$ en 2020.
- **Cadence Design Systems** : il s'agit d'une société américaine qui fournit des logiciels et des services pour la modélisation, la production et la vérification des semi-conducteurs (EDA). Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 2,4 md\$ en 2020.
- **Synopsys** : il s'agit comme Cadence d'une société américaine qui fournit des logiciels et des services pour la modélisation, la production et la vérification des semi-conducteurs. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3,7 md\$ pour son exercice clos le 31 octobre 2020.
- **Ansys** : il s'agit d'une société américaine spécialisée dans les logiciels de simulation multiphysique, c'est-à-dire la simulation informatique mettant en jeu des lois physiques dans des domaines multiples (mécanique, thermodynamique, dynamique des fluides...). Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 1,7 mds\$.
- **Hexagon** : il s'agit d'une société d'origine suédoise dont le portefeuille de produits inclut des solutions d'ingénierie assistée par ordinateur, des produits de CFAO, des solutions de métrologie matérielles et logicielles, de même que des systèmes de gestion des données et des outils d'analyse. Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 3,8 mds€.
- **Mensch und Maschine Software (M&M)** : il s'agit d'une société d'origine allemande qui fournit des logiciels de conception, de fabrication et d'ingénierie assistées par ordinateurs (CAO/FAO/IAO), de gestion des données produits et de modélisation et gestion des bâtiments. Ses activités se divisent entre une division d'édition de logiciel et une autre de vente de logiciels tiers avec des services associés (VAR). Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 244 m€.

- **Lectra** : il s'agit d'une société d'origine française spécialisée dans le développement de logiciels et d'équipements de conception et de fabrication assistée par ordinateur (CFAO) destinés aux industries utilisatrices de tissus, de cuir et de textiles techniques. Elle a récemment procédé à l'acquisition de son principal concurrent américain, Gerber. Elle a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 236 m€.
- **Zuken** : il s'agit d'une société d'origine japonaise fournissant des logiciels et des services pour l'ingénierie électrique et électronique. Elle a réalisé au titre de son exercice clos le 31 mars 2021 un chiffre d'affaires de 28,8 milliards de yen, soit environ 217 millions d'euros sur la base du taux de change au 15 octobre 2021.

Nous n'avons pas retenu la société Autodesk dont le modèle économique a pratiquement achevé sa transition vers un modèle par souscription.

La figure 13 présente les principales caractéristiques financières prévisionnelles des sociétés de notre échantillon.

Ces sociétés s'avèrent d'une taille nettement plus importante que IGE+XAO. Leur taux prévisionnel médian de croissance du chiffre d'affaires pour les années 2022 et 2023, post effet de rebond de l'année 2021, est supérieur à celui prévu pour IGE+XAO tandis que leur taux prévisionnel médian de marge d'EBIT est globalement en ligne avec celui d'IGE+XAO.

Figure 13. Comparaison des caractéristiques financières des sociétés de l'échantillon de comparables cotés

	VE en m	Monnaie	Evolution CA			Marge EBIT ³⁴		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023
Dassault Systèmes	62 981	EUR	7,7%	10,1%	8,6%	33,0%	31,7%	32,5%
Nemetschek	10 377	EUR	12,8%	9,3%	12,7%	25,1%	23,4%	24,9%
PTC	15 283	USD	20,4%	9,0%	11,2%	32,6%	32,5%	33,8%
Trimble	22 533	USD	14,6%	8,5%	8,1%	23,0%	23,9%	23,2%
Cadence	43 114	USD	10,0%	8,1%	7,8%	36,3%	37,1%	37,8%
Synopsys	46 342	USD	14,1%	9,8%	10,0%	30,5%	29,4%	32,1%
Ansys	30 458	USD	10,6%	10,4%	9,2%	40,9%	41,8%	42,7%
M&M	1 056	EUR	8,2%	10,2%	na	13,7%	14,7%	na
Hexagon	38 490	EUR	14,6%	10,0%	6,4%	27,9%	29,0%	29,6%
Lectra	1 314	EUR	59,5%	28,1%	6,5%	10,5%	13,5%	15,1%
Zuken	97 221	JPY	9,0%	8,1%	6,9%	12,1%	13,8%	15,0%
Moyenne			16,5%	9,5%	9,2%	29,2%	29,3%	32,1%
Médiane			12,8%	9,8%	8,9%	30,5%	29,4%	32,3%

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés comparables, analyses DKEC

4-4-3 Choix des agrégats utilisés pour la mise en œuvre de la méthode

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers, nous avons considéré deux agrégats.

³⁴ Comme expliquer ci-dessous, l'EBIT résultant du consensus, utilisé pour calculer ces taux de marge, les majore du coût des rémunérations payées en actions.

En premier lieu, nous avons retenu le multiple d'EBIT. En effet, comme cela est expliqué au paragraphe 2.1.3, dans un secteur à faible intensité capitalistique, voire à intensité capitalistique négative, l'EBIT s'avère un très bon proxy des flux de trésorerie d'exploitation générés par une société.

Au cas d'espèce, nous avons observé que les analystes suivent la communication financière des entreprises lorsqu'ils établissent leurs prévisions. Il en résulte que leurs prévisions d'EBIT correspondent, en fait, à des EBIT ajustés au sens où il s'agit de l'EBIT comptable majoré de charges considérées comme non représentatives de leur profitabilité ou non récurrentes³⁵. A ce titre, l'EBIT ajusté est majoré des rémunérations au personnel effectuées en actions (ou share-based compensation). Ainsi, l'EBIT des sociétés concernées est majoré d'une partie de leurs charges récurrentes de personnel au motif qu'elles sont versées en actions.

Or, il s'avère qu'IGE+XAO ne verse pas directement de rémunération sous forme d'actions mais qu'un système d'intéressement à long terme rémunéré en actions existe au niveau de Schneider au profit de membres du personnel d'IGE+XAO. A la date des présentes, il n'a pas été décidé que ces rémunérations feront l'objet d'une refacturation.

Dans ce contexte, pour disposer de multiples cohérents :

- 1/ Nous avons diminué le consensus d'EBIT des sociétés Dassault Systèmes, PTC, Trimble, Cadence, Synopsys et Ansys, qui pratiquent ce retraitement, des rémunérations prévisionnelles sous forme d'actions³⁶.
- 2/ Nous avons ajusté les prévisions de résultat opérationnel courant du plan d'affaires d'IGE+XAO des rémunérations qu'il est prévu que Schneider verse sous forme actions à des membres du personnel d'IGE+XAO.

Ce plan et ses conséquences ont fait l'objet d'une présentation au conseil d'administration d'IGE+XAO le 20 septembre 2021. Par ailleurs, il nous a été transmis les éléments permettant de comprendre le dimensionnement de ce plan en ce qui concerne le personnel concerné, la rémunération complémentaire visée, ses conditions d'attribution, le calcul de la charge correspondante en normes IFRS et son caractère comparable aux pratiques chez Schneider et dans le domaine de l'édition de logiciel.

Il est attendu que le coût annuel du système d'intéressement à long terme existant au niveau de Schneider et bénéficiant au personnel d'IGE+XAO s'élève à 0,87 m€ à partir de 2022.

Par ailleurs, nous avons observé que la société HEXAGON était la seule, parmi les sociétés de notre échantillon, à activer ses frais de recherche et développement avec un impact significatif sur son EBIT. Nous avons donc ajusté les prévisions du consensus concernant HEXAGON pour extourner l'impact de cette activation de manière à rendre comparable son agrégat d'EBIT à celui d'IGE+XAO qui n'active pas ces coûts³⁷.

En second lieu, nous avons retenu le multiple de chiffre d'affaires.

³⁵ Charges de restructuration, charges liées à l'acquisition de sociétés...

³⁶ Ce retraitement conduit à augmenter les multiples d'EBIT.

³⁷ Ce retraitement conduit également à augmenter les multiples d'EBIT.

Le multiple de chiffre d'affaires est habituellement écarté en raison des biais qu'il introduit lorsque les sociétés de l'échantillon disposent structurellement de taux de marge différents³⁸.

Toutefois, nous avons observé que dans le domaine de l'édition de logiciel il pouvait exister un arbitrage consistant à accepter un taux de marge plus faible à court ou moyen terme (pour réaliser des investissements de croissance dans le marketing, le commercial, les frais de recherche et développement qui pèsent sur le résultat car ils ne sont pas activés) afin d'obtenir un taux de croissance plus élevé.

Dans ce contexte, l'utilisation du multiple de chiffre d'affaires permet de tenir compte de la valorisation retenue par le marché pour des sociétés qui ont fait, momentanément, des compromis sur leur niveau de profitabilité pour accélérer leur croissance³⁹.

En revanche, nous avons écarté le multiple de résultat (ou PER) qui ne permet pas de prendre en compte les différences de structure financière et d'EBITDA qui peut s'avérer biaisé par l'impact de l'application de la norme IFRS 16⁴⁰.

Nous avons retenu les multiples déterminés sur les années 2022 et 2023 pour tenir compte d'exercices où le niveau d'activité et des marges ne devraient plus être impactés par les conséquences de la pandémie.

La figure 14 présente les multiples obtenus sur notre échantillon. Il convient de noter que :

- les colonnes « VE / EBIT consensus » correspondent aux multiples obtenus en retenant les consensus ;
- les colonnes « VE / EBIT consensus ajusté » correspondent aux multiples obtenus en ajustant les données du consensus du coût des rémunérations versées sous forme d'actions

³⁸ En effet, appliquer un multiple de chiffre d'affaires à une société dont les marges seraient structurellement différentes de l'échantillon reviendrait à considérer qu'elle atteindra le taux de marge moyen ou médian de l'échantillon et à lui appliquer, implicitement, le multiple moyen ou médian d'EBIT de l'échantillon.

Remarquons à cet égard qu'observer que le multiple de chiffre d'affaires est fortement corrélé au taux de marge d'EBIT revient à démontrer qu'il est plus pertinent de retenir le multiple d'EBIT.

A ce stade, le multiple d'EBIT peut lui-même être corrélé au taux de marge d'EBIT dans la mesure où ce multiple dépend du taux de transformation de l'EBIT en flux de trésorerie, qui dépend lui-même du taux de rentabilité des capitaux employés, qui est fonction à son tour du taux de marge d'EBIT. Pour l'exprimer autrement, à structure capitalistique équivalente (ce qui est une hypothèse raisonnable dans un secteur donné), une société qui dispose d'un taux de marge d'EBIT supérieur à une autre sera valorisée avec un multiple d'EBIT supérieur car elle consommera moins de trésorerie pour obtenir une croissance équivalente. Il peut alors être pertinent d'ajuster le multiple d'EBIT en fonction du taux de marge d'EBIT si les paramètres d'une équation de régression le confirment (r^2 et t de Student).

³⁹ On observe, en effet, sur la base des équations d'évaluation indiquées au paragraphe 2.1.3, que si le marché anticipe un taux de marge normatif dans un contexte où le taux de transformation du résultat en trésorerie est voisin de 1 et où le taux d'actualisation est équivalent pour chaque société compte tenu de son appartenance sectorielle, les écarts observés en matière de multiple de chiffre d'affaires proviennent des écarts d'anticipation en matière de taux de croissance.

⁴⁰ Rappelons à cet égard que notre ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres ne tient pas compte des dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16 pour IGE+XAO ainsi que pour les comparables boursiers.

(Dassault Systèmes, PTC, Trimble, Cadence, Synopsys, Ansys) et de l'activation des frais de recherche et développement (Hexagon) ;

- les données pour Mensch und Maschine de l'année 2022 ont été reportées sur l'année 2023, faute de consensus, pour éviter le biais consistant à exclure une société une année de ce seul fait⁴¹.

Figure 14. Multiples des sociétés de l'échantillon de comparables cotés

	VE/ EBIT consensus		VE/ EBIT consensus ajusté		VE/ CA	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Dassault Systèmes	37,5	33,7	42,9	38,4	11,9	11,0
Nemetschek	60,2	50,3	60,2	50,3	14,1	12,5
PTC	24,6	21,3	33,6	30,1	8,0	7,2
Trimble	24,1	22,9	27,6	26,5	5,8	5,3
Cadence	36,4	33,2	45,0	41,2	13,5	12,5
Synopsys	34,1	28,4	42,3	36,2	10,0	9,1
Ansys	35,2	31,6	44,2	39,9	14,7	13,5
Hexagon	28,0	25,8	31,3	28,9	8,1	7,6
M&M	24,7	24,7	24,7	24,7	3,6	3,6
Lectra	20,2	16,9	20,2	16,9	2,7	2,6
Zuken	13,8	11,9	13,8	11,9	1,9	1,8
Moyenne	30,8	27,3	35,1	31,4	8,6	7,9
Médiane	28,0	25,8	33,6	30,1	8,1	7,6

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés, analyses DKEC

Compte tenu du différentiel de taille très important entre IGE+XAO et les sociétés comparables, nous avons appliqué une décote de taille à ces multiples.

Cette décote a été déterminée en adoptant une double approche.

D'une part, il est reconnu qu'un différentiel de taille conduit à un taux d'actualisation plus élevé (cf. paragraphe 4.3.3). Nous avons donc mesuré quel serait le différentiel de valorisation d'IGE+XAO dans notre modèle DCF en appliquant ou non la prime de taille dans le taux d'actualisation, sachant que la plupart des sociétés de notre échantillon ont une taille qui les conduirait à ne pas se voir appliquer de prime de taille.

D'autre part, le différentiel de taille peut trouver son origine dans le fait que les sociétés les plus grosses disposent d'un modèle qui leur permet de grandir plus vite car les logiciels qu'elles développent et les technologies qu'elles acquièrent peuvent être utilisés sur une base globale, sans adaptation locale et sans nécessairement disposer d'une force de vente directe, contrairement à IGE +XAO. Nous avons donc mesuré quel serait le différentiel de valorisation d'IGE+XAO dans notre modèle DCF en retenant ou non un taux de croissance plus élevé sur l'horizon de prévisions retenu.

⁴¹ Les multiples s'en trouvent légèrement biaisés à la hausse car les multiples ont tendance à diminuer d'une année sur l'autre.

La décote résultant de cette double approche s'inscrit dans une fourchette de 25%⁴² à 30%⁴³.

4-4-4 Résultats de la méthode

La figure 15 expose les résultats de la méthode des comparables boursiers en appliquant les multiples médians de l'échantillon.

Figure 15. Valeur de l'action IGE+XAO déterminée à partir de la méthode des comparables boursiers (en €)

Décote	VE/EBIT ajusté		VE / CA		Max	Min	Milieu
	2022	2023	2022	2023			
25%	254	254	230	234	254	230	242
30%	240	240	217	221	240	217	229
Global					254	217	236
Prime / Décote par rapport au Prix d'offre					2%	20%	10%

La méthode des comparables boursiers aboutit à une valeur des titres IGE+XAO comprise dans une fourchette de 217€ à 254€ faisant ressortir une prime par référence au Prix d'offre comprise entre 2% et 20%. En milieu de fourchette, la prime extériorisée s'élève à 10%.

4.5 Analyse des synergies attendues

L'Offre s'inscrit dans la volonté de Schneider de prendre le contrôle total d'IGE+XAO afin de l'intégrer pleinement dans la stratégie logicielle qu'il bâtit dans le domaine électrique.

Schneider disposant du contrôle d'IGE+XAO, depuis son offre publique réussie de 2017, des synergies commerciales ont pu être mises en œuvre. Elles ont été prises en compte dans le plan d'affaires utilisé dans nos travaux d'évaluation et il est estimé qu'elles représentent un supplément annuel de chiffre d'affaires de 2,0 m€. Ce plan d'affaires tient également compte des économies annuelles qu'un retrait de la cote entraînerait, à hauteur de 0,1 m€.

Une intégration complète d'IGE+XAO au sein de Schneider entraînerait des changements importants de son fonctionnement dont les conséquences connues à ce jour sont décrites dans le projet de note d'information. Schneider nous a affirmé qu'à ce stade il n'avait, toutefois, construit aucun plan d'affaires décrivant de manière exhaustive les conséquences d'une intégration complète d'IGE+XAO en son sein.

Il convient de souligner que cette intégration complète est conditionnée à une prise de contrôle total qui résulterait alternativement de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou d'une fusion.

⁴² Soit la moyenne d'une décote de 34% obtenue par l'approche par le taux d'actualisation et de 17% par le taux de croissance.

⁴³ Soit la moyenne d'une de 39% obtenue par l'approche par le taux d'actualisation et de 22% par le taux de croissance.

Ces changements correspondraient, en premier lieu, à une convergence des politiques de rémunération et des processus en matière de conformité et de système d'information qui représenteraient, progressivement, un surcoût annuel respectivement de 2,7 m€ et 1,1 m€.

Il s'agit de di-synergies car ces coûts n'auraient pas de contrepartie en termes de revenus.

Ils correspondraient, ensuite, à un transfert d'activités de développement de logiciels à des fins internes à Schneider dont les coûts annuels sont estimés à 8,5 m€. Dans le cadre de relations entre entités juridiques distinctes, ces coûts feraient l'objet d'une refacturation avec un mark-up, en application des principes en matière de prix de transfert. Cet apport aurait donc un effet positif limité au mark-up appliqué à la base de coûts transférée.

Il s'agirait, enfin, d'une évolution de l'offre logicielle existante d'IGE+XAO et son intégration dans une nouvelle plateforme intégrée, dont le développement n'a pas démarré.

Les conséquences de cette évolution ne se concrétiseront, le cas échéant, qu'à moyen-terme et sont conditionnées à la réussite technique et commerciale d'une telle plateforme. Schneider n'a pas estimé, à ce stade, cet impact.

En synthèse, nos travaux de valorisation tiennent compte des synergies connues et mesurées à ce jour dans le cadre du mode de fonctionnement qu'IGE+XAO entretient avec Schneider depuis 2017.

En revanche, les conséquences d'une intégration globale ne sont pas complètement connues et donc chiffrées à ce stade. On observe toutefois qu'une telle intégration globale entrainerait, sans doute, un volume de coûts supplémentaires important à l'échelle d'IGE+XAO avant que n'apparaissent des retombées positives, dont la cristallisation est incertaine à la fois dans le quantum et le calendrier.

4.6 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'offre (soit 260€ par action) extériorise les primes suivantes :

Tableau 16 – Synthèse des primes et décotes par rapport au Prix d'offre

	Valeur par action en €			Primes / décotes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Cours de bourse	186		226	40%		15%
DCF	187	199	212	39%	31%	23%
Comparables boursiers	217	236	254	20%	10%	2%

5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice

BNP Paribas (ci-après, la « **Banque présentatrice** ») a préparé les éléments d'appréciation du Prix d'offre.

La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans la figure ci-dessous :

Tableau 17. Comparaison des résultats des travaux sur le Prix d'offre

	Banque présentatrice			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Cours de bourse	186		226	186		226
DCF	187	205	229	187	199	212
Comparables boursiers (CAO)	236	242	256	217	236	254
Comparables boursiers (midcap)	182	187	201			

5.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les méthodes et références retenues par l'Etablissement présentateur.

5.2 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Nous retenons un ajustement positif de +53,8 m€ tandis que la Banque présentatrice retient un montant de +52,4 m€.

Nos principaux écarts sont les suivants :

- La Banque présentatrice retient les dettes locatives enregistrées en application de la norme IFRS 16 tandis que nous excluons cet item de notre calcul de l'ajustement (impact +1,5 m€).
- La Banque présentatrice retient certains éléments d'ajustement pour leur montant au 31 décembre 2020 alors que nous retenons le montant au 30 juin 2021 comme les créances fiscales (impact +0,6 m€) ou les provisions pour retraites (impact +0,1 m€).
- La Banque présentatrice retient les autres provisions tandis que nous excluons cet item (impact +0,4 m€).

5.3 Mise en œuvre de la méthode des DCF

Nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode DCF portent sur deux éléments principaux.

En premier lieu, concernant les éléments d'actualisation :

- Nous avons retenu comme date de référence d'actualisation des flux le 15 octobre 2021 tandis que la Banque présentatrice l'a fixée au 30 juin 2021.
- Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,9% à comparer à 8,4% pour la Banque présentatrice. Nous retenons une prime de risque moins élevée (6,35% à comparer à 7,58%)

et un bêta plus faible (1,00 à comparer à 1,04) ce qui est compensé par un taux sans risque plus élevé (+0,28% à comparer à 0,17%) et une prime de taille sensiblement différente (2,29% à comparer à 0,68%). L'écart sur la prime de taille s'explique par le recours à des sources différentes (Duff & Phelps au 31 décembre 2020 d'une part et Associés en Finance au 30 septembre 2017 d'autre part).

En second lieu, la manière dont nous avons prolongé le plan d'affaires établi par IGE+XAO se distingue sur deux points :

- Nous avons retenu un horizon complémentaire de 10 ans tandis que la Banque présentatrice a limité celui-ci à 6 ans.
- Nous avons retenu un taux de marge opérationnelle courante de 30,6%, constant sur notre période d'extrapolation, correspondant à l'hypothèse retenue par le management d'IGE+XAO au terme de son plan d'affaires, en 2024. En revanche, la Banque Présentatrice a retenu un taux de marge opérationnelle courant progressant linéairement au cours de sa période d'extrapolation jusqu'à atteindre 34,0%.

Nous estimons que le taux de marge opérationnelle courante de 30,6% que nous avons retenu sur la période d'extrapolation est cohérent avec les investissements qu'IGE+XAO devra consentir pour conquérir des marchés étrangers, où elle doit combattre la fidélité des utilisateurs à des acteurs établis et monter des équipes de vente en direct, malgré le levier opérationnel qui existe dans le secteur.

5.4 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers portent sur quatre éléments principaux.

En premier lieu, nous avons retenu comme date de référence pour sa mise en œuvre le 15 octobre 2021 tandis que la Banque présentatrice l'a fixée au 19 juillet 2021. Il en résulte des différences sur les cours de bourse et les consensus pris en compte pour le calcul des multiples.

En deuxième lieu, il existe deux différences dans la composition des échantillons.

D'une part, nous avons retenu une société comparable supplémentaire dans l'univers de la CAO / PLM / Simulation par rapport à la Banque présentatrice. Il s'agit de la société Mensch und Maschine Software pour laquelle nous avons considéré que l'existence d'une activité de commercialisation de logiciels d'autres éditeurs ne remettait pas en cause son caractère comparable.

D'autre part, nous n'avons pas retenu d'échantillon d'éditeurs de logiciels français de taille moyenne. Nous considérons, en effet, que ces éditeurs interviennent dans des domaines trop éloignés de celui d'IGE+XAO conduisant à des différences trop importantes en termes de marge ou de perspectives de croissance que ne compense pas l'avantage de retenir des sociétés d'une taille plus proche de celle d'IGE+XAO.

En troisième lieu, la Banque présentatrice n'a pas ajusté les agrégats d'EBIT pour tenir compte du fait que le consensus les majore du coût des rémunérations fondées sur des actions.

En dernier lieu, nous retenons une décote pour tenir compte du différentiel de taille entre IGE+XAO et les sociétés de notre échantillon comprise entre 25 % et 30% tandis que la Banque présentatrice limite cette décote à 25%.

6. Contact avec des tiers

Nous n'avons pas été contacté durant nos travaux par des actionnaires minoritaires ou tout autre tiers concernant l'Offre.

7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par SEISAS sur les actions émises par IGE+XAO, au prix unitaire de 260€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéa 1° du Règlement Général de l'AMF, au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la cible, et de l'article 261-1 II car l'Initiateur a fait part de son intention de procéder à un retrait obligatoire, si les conditions sont réunies.

SEISAS, l'Initiateur, est l'actionnaire majoritaire d'IGE+XAO, à hauteur de 67,8% de son capital, depuis le lancement d'une première offre au mois de novembre 2017.

La présente offre s'inscrit dans la volonté de Schneider de prendre le contrôle total d'IGE+XAO afin de l'intégrer pleinement dans la stratégie logicielle qu'il bâtit dans le domaine électrique.

Dans ce contexte, si le retrait obligatoire ne pouvait pas être mis en œuvre, SEISAS a fait part de son intention de procéder à une fusion dans un délai de douze mois.

Notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est facultative, d'un point de vue réglementaire, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver, sauf en cas de dépassement des seuils permettant de procéder à un retrait obligatoire. Toutefois, il doit être précisé que Schneider a fait part de son intention de procéder à une fusion si le retrait obligatoire n'aboutissait pas.
- La méthode DCF permet de tenir compte de manière explicite de l'ensemble des paramètres structurant de l'activité de IGE+XAO. Elle a été mise en œuvre sur la base d'un plan d'affaires :
 - ✓ ambitieux, notamment au regard des réalisations à la fin du mois de septembre 2021 ;
 - ✓ incluant les synergies obtenues depuis la prise de contrôle par Schneider, il y a trois ans ;
 - ✓ tenant compte d'une période d'extrapolation jusqu'en 2034, permettant de capter les possibilités de création de valeur sur une période cohérente avec les besoins de transformation digitale des entreprises et les possibilités d'expansion géographique d'IGE+XAO.

Les résultats de cette méthode extériorisent alors une prime comprise entre 23% et 39%, significative dans un contexte où le plan d'affaires tient compte des synergies concrétisées depuis le rapprochement avec Schneider

A cet égard, nous observons que les conséquences d'une intégration complète d'IGE+XAO dans Schneider, conditionnelle à la réalisation d'un retrait obligatoire ou d'une fusion, entraînerait dans un premier temps des coûts significatifs. Les conséquences positives de cette intégration complète ne sont pas chiffrées à ce stade mais apparaissent plus aléatoires

en termes de quantum et de calendrier, car elles seront aussi dépendantes de la réussite technique et commerciale de la mise en place d'une plateforme logicielle, dont le développement n'a pas encore débuté.

- La méthode des comparables boursiers aboutit à une valeur du titre IGE+XAO qui fait ressortir une prime comprise entre 2% et 20%.
- Enfin, la référence au cours de bourse fait ressortir une prime de 15% sur le cours précédant l'annonce du projet d'Offre et respectivement de 15%, 18%, 28% et 40% pour les moyennes à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Les primes les plus importantes ressortent des références calculées sur les durées les plus longues. Elles s'avèrent pertinentes pour apprécier le Prix d'offre car elles permettent de tenir compte de sauts non expliqués du cours du titre IGE+XAO par des informations spécifiques à IGE+XAO en décembre 2020 et mai 2021.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 260€ est équitable d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres IGE+XAO dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

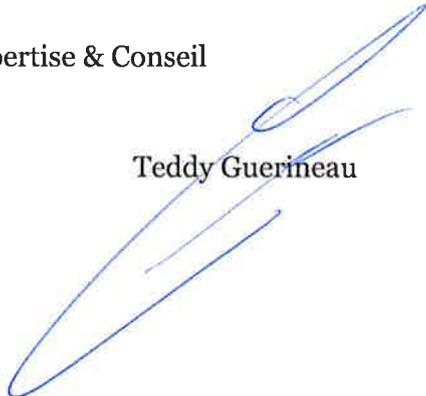
Fait à Paris, le 3 novembre 2021

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil



Didier Kling



Teddy Guérineau

Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d'apports et de fusions,
- Expertise judiciaire et
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling et ses associés dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Cette mission a été dirigée par :

- Didier KLING, président du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, ancien Président de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, Président de la Chambre de Commerce de Paris Ile-de-France, expert judiciaire inscrit près la Cour d'appel de Paris (hr) agréé par la Cour de cassation.
- Teddy GUERINEAU, associé, qui dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière, diplômé de l'Université Paris-Dauphine (DESS 225), membre du comité directeur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants et membre de la SFEV et de la CCEF.

Il a été assisté par deux analystes du cabinet, Yasmina Nadeau et Christine Tchou qui disposent respectivement de 5 ans et 2 ans d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée par Eric LE FICHOUX, associé du cabinet ADVISOREM, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation. Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiées au cours de la mission jusqu'à la finalisation du rapport. Son rôle a été de s'assurer du respect de la qualité des travaux, des bonnes pratiques en matière d'évaluation et des fondements de la conclusion émise.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a effectué ;

- Au mois de janvier 2019 une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société BOUYGUES TELECOM sur les titres de la société KEYYO.
- Au mois de juin 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de retrait, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société REOF Holding S.à r.l. sur les actions et les obligations convertibles de la société OFFICIIS Properties.

- Au mois de septembre 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée avec intention de retrait obligatoire, initiée par la société CEDYS & Co sur les actions de la société EVOLIS.
- Au mois de novembre 2020, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat, initiée par la société Mercure Energie sur les actions et les bons de souscription d'action émis par la société MINT.
- Au mois de novembre 2020, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de rachat d'actions initiée par la société 1000Mercis.

Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, son président, ses associés et ses collaborateurs n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006 mise à jour le 10 février 2020, en particulier, ils :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, 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 IGE+XAO 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 quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 60.000 euros hors taxes. Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Le temps consacré à la réalisation de cette mission d'expertise indépendante s'est élevé globalement à 305 heures.

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

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel
- Prise de connaissance des notes des analystes suivant le secteur
- Analyse des données financières de la Société :
 - ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi
 - ✓ Analyse des données financières historiques
 - ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation
- Détermination des données structurant l'évaluation : nombre de titres retenu, ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter
- Référence au cours de bourse des actions :
 - ✓ Analyse de la liquidité des actions et des principaux évènements ayant affecté leur cours de bourse
 - ✓ Analyse de la volatilité du cours des actions
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse des actions
- Méthodes analogiques :
 - ✓ Recherche de sociétés comparables
 - ✓ Analyse et comparaison des caractéristiques des sociétés comparables avec celles de la Société
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application de la méthode
- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs :
 - ✓ Analyse du plan d'affaires de la Société
 - ✓ Analyse des paramètres de calcul de la valeur terminale

- ✓ Détermination du taux d'actualisation
- ✓ Analyse de la sensibilité des résultats de la méthode
- Prise de connaissance et analyse :
 - ✓ du plan d'intéressement à long-terme rémunéré en actions de performance mis en place par Schneider au bénéfice de certains employés d'IGE+XAO présenté lors du conseil d'administration d'IGE+XAO du 20 septembre 2020 ;
 - ✓ des synergies résultat de la prise de contrôle d'IGE+XAO par Schneider en 2017 et qui seraient susceptible de découler d'une intégration globale faisant suite à un retrait obligatoire ou une fusion
- Analyse critique des travaux de l'Etablissement présentateur

Contact des tiers

- Nous n'avons pas reçu de courriers d'actionnaires minoritaires d'IGE+XAO

Réunion de travail et de présentation des conclusions avec le comité ad-hoc

Elaboration du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport
- Revue indépendante
- Obtention d'une lettre d'affirmation de la Société et de l'Initiateur

Calendrier de l'étude

Nous avons été désignés par le conseil d'administration d'IGE+XAO du 19 juillet 2021 qui nous a adressé une lettre de mission en date du 20 juillet 2021.

Notre mission s'est déroulée du 20 juillet 2021 au 3 novembre 2021. Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec les membres du comité ad-hoc, le management de la Société, la Banque présentatrice ainsi qu'avec l'Initiateur. Nous avons remis un rapport le 21 octobre 2021 puis un rapport complété le 3 novembre 2021.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

IGE+XAO

- M. Alain di Crescenzo : Président directeur général – membre du comité ad hoc
- Mme Patricia Odéon : Corporate Finance Manager
- Mme Anne Varon : Administratrice indépendante – présidente du comité ad hoc
- Mme Claire Greco : Administratrice indépendante – membre du comité ad hoc

Schneider / SEISAS

- M. Marc Nezet : Senior Vice President Energy Management Software Transformation
- M. Lionel Finidori : Senior Vice President Energy Management Global Efficiency
- Mme Anna Shashina : M&A Director
- M. Augustin Laurent-Bellue : CFO Energy Management Software
- M. Enguerran Petit : Senior Manager Project Finance Energy Management Software
- M. Marc Bochirol : Senior Vice President Energy Management
- Stéphanie Bounatirou : Reward Director Energy Management

BNP Paribas (Banque présentatrice) :

- M. Olivier Rinaudo : Managing Director – Corporate Finance EMEA – Public M&A
- Mme Virginie Scotto : Corporate Director
- Mme Aurélie Hirzel : Analyst
- Mme Qiqi Han : Analyst

Bredin Prat (conseil de SEISAS) :

- Maître Patrick Dzelwolski : associé
- Maître Clémence Fallet : associée
- Maître Thomas Sharps : collaborateur
- Maître Candice Daull : collaboratrice

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentations juridiques

- Procès-verbaux du Conseil d'administration et de l'Assemblée générale de 2019 à 2021
- Projet de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF
- Global Support Services Agreement entre IGE+XAO et SEISAS

Documentations comptables et financières

- Rapports financiers annuels et semestriels des exercices 2016 / 2017 au 1^{er} semestre 2021
- Communiqués financiers de la Société de 2017 à 2021
- Présentation auprès des investisseurs des exercices 2016 / 2017 à l'exercice 2021

- Plan d'affaires 2021-2024
- Rapport d'évaluation de la Banque présentatrice
- Note d'analystes financiers
- Présentations et documents supports du plan d'intéressement à long-terme en actions de performance présenté lors du conseil d'administration d'IGE+XAO du 20 septembre 2021
- Documents supports des conséquences financières d'une intégration globale d'IGE+XAO dans Schneider détaillées dans le projet de note d'information

Bases de données

- Bloomberg
- Epsilon Research

Annexe 2 : Lettre de mission



MM. Didier KLING et Teddy
GUERINEAU
Didier Kling Expertise & Conseil
28 avenue Hoche
75008 Paris

Paris, le 20 juillet 2021

Chers Messieurs,

I.G.E.+X.A.O. (la « Société »), filiale du groupe Schneider Electric¹, conçoit, produit, commercialise et assure la maintenance d'une gamme de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO) et de gestion du cycle de vie « Product Lifecycle Management » (PLM). I.G.E.+X.A.O. est aujourd'hui une société cotée dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris.

Schneider Electric SE a annoncé le 20 juillet 2021 son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée en numéraire, via sa filiale Schneider Electric Industries SAS (« Schneider Electric Industries »), sur les actions de la Société qu'elle ne détient pas directement ou indirectement à date de l'« Offre ». Il est précisé que Schneider Electric Industries SAS a également l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de toutes les actions qu'elle ne détient pas dans l'hypothèse où elle détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote de la Société après l'Offre. Le retrait obligatoire se ferait moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

Dans ce cadre, le conseil d'administration de la Société, sur proposition du comité *ad hoc* de la Société composé de trois administrateurs dont deux indépendants, souhaite vous désigner en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») et de l'article 1 de l'instruction n°2006-08.

Cadre réglementaire de la mission

Votre intervention est requise au titre de l'article 261-1 I 1°) et II) du règlement général de l'AMF.

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

¹ Schneider Electric Industries SAS détient au 30 juin 2021 approximativement 67,76 % du capital et 78,81% des droits de vote de I.G.E.+X.A.O.

² I.G.E.+X.A.O. étant contrôlée par Schneider Electric Industries, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

³ Dans la perspective du retrait obligatoire, dans le cas où Schneider Electric Industries vendrait à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

Il a été convenu que vous effectuerez les diligences que vous estimerez nécessaires à la conduite de votre mission qui a comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les membres du comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société et de l'initiateur, à savoir le cabinet Bredin Prat, l'établissement présentateur de l'Offre, les représentants de la Direction des émissions au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société (budget et plan d'affaires) ;
- l'évaluation des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;
- la prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre ;
- l'analyse des accords connexes à intervenir dans le cadre de l'opération ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- la rédaction de votre rapport.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF conformément à l'article 3 de la recommandation n°2006-13 pour valoriser une société comme la Société.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

Calendrier

Le calendrier de l'Offre prévoit le dépôt du projet de la note d'information de Schneider Electric Industries début septembre 2021 et celui de la note en réponse de la Société fin septembre 2021⁴.

L'article 262-1 II du règlement général 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 son rapport.

Par ailleurs, en application de l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF, dans le cas prévu au 3° du I de l'article 231-26, l'expert doit disposer d'un délai d'au moins quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de note d'information de l'initiateur avant de remettre son rapport.

Conflit d'intérêt

⁴ En application de l'article 231-26 2° du règlement général de l'AMF : « Par exception, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1, la société visée dépose le projet de note en réponse au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre. »

Nous avons compris que M.M. Didier KLING et Teddy GUERNEAU et le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

Budger

Nous comprenons que vous estimez le montant de vos honoraires dans une fourchette de 50.000 à 60.000€ HT, correspondant à un volume horaire compris entre 200 et 250 heures. Ce montant est indépendant de l'issue de l'Offre.

Il est enfin indiqué que vos honoraires seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, Chers Messieurs, en l'expression de nos salutations distinguées.



Alain DI CRESCENZO
Président - Directeur général de I.G.E +X.A.O.