

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

visant les actions de la société



initiée par



présentée par



Banque présentatrice et garante



Banque présentatrice

Projet de note d'information conjointe aux sociétés Atos et Bull

PRIX D'OFFRE :

4,90 euros par action Bull

DUREE DE L'OFFRE :

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément à son règlement général.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre à Atos SE, moyennant une indemnisation de 4,90 euros par action, nette de tous frais.



Le présent projet de note d'information conjointe a été déposé le 6 novembre 2014 auprès de l'AMF conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son règlement général.

Cette offre et le projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

La présente note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Atos (www.atos.net) et de Bull (www.bull.com) et peut également être obtenu sans frais auprès de :

- Atos, 80 quai Voltaire River Ouest 95870 Bezons,
- Bull, rue Jean Jaurès 78340 Les Clayes-sous-Bois,
- Natixis, 47 quai d'Austerlitz 75013 Paris, et
- Rothschild & Cie Banque, 29 avenue de Messine 75008 Paris.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Atos SE et de Bull SA seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

1	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	Contexte de l'Offre.....	4
1.2	Motifs de l'Offre	5
2	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	8
2.1	Termes de l'Offre.....	8
2.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	8
2.3	Situation des porteurs d'OCEANES.....	9
2.4	Situation des titulaires d'Options et d'Actions Gratuites.....	9
2.5	Modalités de l'Offre.....	10
2.6	Procédure d'apport à l'Offre	10
2.7	Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris	11
2.8	Calendrier indicatif de l'Offre	11
2.9	Coûts et modalités de financement de l'Offre	12
2.10	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	12
2.11	Régime fiscal de l'Offre en France	13
3	INFORMATIONS RELATIVES A BULL.....	19
3.1	Structure du capital.....	19
3.2	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société.....	19
3.3	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de votes et au transfert des Actions Bull et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions Bull	19
3.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	20
3.5	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ces derniers.	20
3.6	Accords entre actionnaires dont la cible a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert des Actions Bull et à l'exercice des droits de vote	20
3.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	20
3.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	20
3.9	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou s'ils sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	21
4	ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE	22
5	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	34
6	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BULL	36
7	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE	38
8	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE	38

1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Atos SE, société européenne au capital de 101.001.130 euros, dont le siège social est sis 80 Quai Voltaire River Ouest 95870 Bezons, identifiée sous le numéro 323 623 603 RCS Pontoise (« **Atos** » ou l'« **Initiateur** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Bull SA, société anonyme au capital de 12.242.839,70 euros, dont le siège social est sis rue Jean Jaurès 78340 Les Clayes-sous-Bois, France, identifiée sous le numéro 542 046 065 RCS Versailles (« **Bull** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») la totalité de leurs actions Bull au prix de 4,90 euros par action.

Les actions Bull (les « **Actions Bull** ») sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code FR0010266601 (mnémonique « **BULL** »).

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions Bull, autres que (i) celles détenues par Atos et (ii) les Actions Gratuites (tel que ce terme est défini ci-après) soumises à un engagement de conservation seront transférées à Atos moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 4,90 euros par action, nette de tous frais (l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire étant définis ensemble comme l'« **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la présente Offre est présentée par Natixis et Rothschild & Cie Banque. Il est précisé que seule Natixis garantit, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.1 Contexte de l'Offre

1.1.1 Historique des participations des différentes personnes agissant de concert sur les 12 derniers mois

Le 6 juin 2014, en conformité avec les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Atos a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat sur les Actions Bull et sur les obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes émises par Bull (les « **OCEANES Bull** ») (l'« **Offre Publique d'Achat** »).

L'Offre Publique d'Achat a fait l'objet d'une note d'information de l'Initiateur et d'une note en réponse de Bull visées par l'AMF le 24 juin 2014 respectivement sous les numéros 14-327 et 14-328.

Au cours de l'Offre Publique d'Achat qui s'est déroulée du 27 juin 2014 au 31 juillet 2014 inclus et dont le règlement-livraison a eu lieu le 18 août 2014, Atos a acquis 103.145.480 Actions Bull et 10.792 OCEANES Bull.

Au cours de l'Offre Publique d'Achat réouverte intervenue du 25 août 2014 au 9 septembre inclus, dont le règlement-livraison a eu lieu le 26 septembre 2014, Atos a acquis 9.137.403 Actions Bull et 1.079 OCEANES Bull.

Par ailleurs, entre le 26 août 2014 et le 1er octobre 2014, l'Initiateur a acquis sur le marché et par acquisition de blocs 4.710.586 Actions Bull au prix de 4,90 euros par Action Bull.

L'Initiateur détient ainsi à la date de la présente note d'information conjointe (i) 116.993.469 Actions Bull représentant 95,56 % du capital et 95,56 % des droits de vote de la Société sur la base d'un capital composé de 122.428.397 actions et 122.428.397 droits de vote en application de l'article 223-

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

11 du règlement général de l'AMF et (ii) et 11.871 OCEANES Bull représentant 20,25% des OCEANES Bull en circulation.

1.1.2 Répartition du capital de Bull

A la connaissance de l'Initiateur, le capital social et, sur une base théorique, les droits de vote de Bull sont répartis comme suit à la date de la présente note d'information conjointe :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital
Atos	116.993.469	95,56
Autres actionnaires	5.434.928	4,44

1.2 Motifs de l'Offre

Les actionnaires minoritaires de Bull ne représentant pas plus de 5% des titres de capital ou des droits de vote de la Société, la société Atos et la société Bull ont, comme annoncé le 2 octobre 2014, déposé auprès de l'AMF le présent projet d'Offre.

Compte tenu du faible flottant, de la liquidité réduite de l'action Bull ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, l'Initiateur estime que la cotation de la Société sur le marché Euronext Paris n'est plus justifiée.

L'Offre permettra aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale sur leurs actions.

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté Rothschild & Cie Banque et Natixis qui ont procédé à une évaluation des Actions Bull dont une synthèse est reproduite à la section 4 de la présente note d'information conjointe.

Par ailleurs, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, Bull a procédé à la désignation du cabinet Ricol Lasteyrie, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant est intégralement reproduit à la section 5 ci-après.

1.2.1 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois

(a) Intentions relatives à la stratégie – orientations en matière d'activité

La mise en œuvre de l'Offre ne modifie pas la stratégie et politique industrielle, commerciale et financière figurant dans la note d'information relative à l'Offre Publique d'Achat.

(b) Intentions en matière d'emploi

Comme rappelé dans la note d'information relative à l'Offre Publique d'Achat, Atos considère qu'un élément clé pour le succès de cette opération est de préserver et développer les talents ainsi que le savoir-faire de l'équipe managériale et des salariés issus du groupe Bull. A cet égard, Atos ne prévoit aucun plan de sauvegarde de l'emploi en France. Atos poursuit actuellement l'examen des ressources au sein des deux groupes, et souhaite identifier les talents pour pourvoir les postes d'encadrement qui se présentent dans le cadre de la nouvelle organisation intégrée en cours de préparation, afin de s'assurer d'une implication de toutes les équipes dans la recherche de nouvelles perspectives

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

commerciales.

(c) Composition des organes sociaux et de la direction de Bull

A la date de la présente note d'information conjointe, le conseil d'administration est composé comme suit :

- Monsieur Thierry Breton, Président du Conseil d'Administration,
- Monsieur Philippe Vannier, Directeur Général,
- Monsieur Charles Dehelly, administrateur,
- Monsieur Gilles Grapinet, administrateur,
- Monsieur Edouard Guillot, administrateur indépendant,
- Monsieur Michel-Alain Proch, administrateur,
- Monsieur Jean-François Rambicur, administrateur indépendant,
- Monsieur Philippe Vassor, administrateur indépendant,
- Monsieur Philippe Mareine, censeur, et
- Monsieur Marc Meyer, censeur.

L'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la composition des organes sociaux et de direction de la Société.

(d) Structure du groupe - perspective d'une fusion

Atos n'exclut pas de fusionner avec Bull dans un souci de simplification des structures juridiques, étant précisé que le prix proposé dans le cadre de la présente Offre et l'indemnisation accordée dans le cadre du Retrait Obligatoire ne préjugent pas des conditions qui pourraient être retenues dans la mise en œuvre d'une fusion ultérieure entre Atos et Bull.

(e) Politique de distribution des dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société sera déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société. Il n'est pas prévu à ce jour de distribuer de dividendes. Aucune distribution de dividendes n'a été effectuée au cours des trois (3) derniers exercices.

(f) Synergies et gains économiques

Hormis l'économie de coûts liés à la radiation des Actions Bull du marché Euronext Paris à l'issue du Retrait Obligatoire, l'Initiateur et la Société n'anticipent aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du dépôt du projet d'Offre.

(g) Avantages de l'opération pour les actionnaires de la Société

L'Initiateur offre aux détenteurs d'Actions Bull une liquidité immédiate. Les éléments d'appréciation du prix d'Offre sont précisés à la section 4 de la présente note d'information conjointe.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

1.2.2 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

(a) Liquidité des options de souscription d'actions et des actions gratuites

La Société a mis en place plusieurs programmes d'attribution d'options de souscription d'actions au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société et de ses filiales qui ne pourront être exercées avant le Retrait Obligatoire (les « **Options** »), sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables. Ces Options portent, à la date de la présente note d'information conjointe, sur un nombre maximum de 5.636.250 Actions Bull. Ce nombre comprend 1.351.250 Options devenant exerçables le 13 novembre 2014, mais pour lesquelles la faculté d'exercice a été suspendue jusqu'au 5ème jour de bourse suivant le Retrait Obligatoire¹.

La Société a également mis en place plusieurs programmes d'attribution d'actions gratuites au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société et de ses filiales dont la période de conservation ou la période d'acquisition n'aura pas expiré avant le Retrait Obligatoire (les « **Actions Gratuites** »), sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables. Ces attributions portent, à la date de la présente note d'information conjointe, sur un nombre maximum de (i) 146.000 Actions Gratuites dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la date du Retrait Obligatoire et (ii) 1.410.000 Actions Gratuites dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date du Retrait Obligatoire.

Il sera proposé aux titulaires d'Options et d'Actions Gratuites de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité portant sur :

- a) les Actions Bull résultant de l'exercice des Options dont la période d'exercice n'est pas ouverte ou est suspendue à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;
- b) les Actions Bull résultant de l'attribution définitive des Actions Gratuites non émises ou non disponibles à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Ce contrat de liquidité comportera une promesse d'achat consentie par l'Initiateur aux titulaires des Options et Actions Gratuites concernés, exerçable à compter de la date à laquelle la période d'incessibilité aura expiré ou à compter de la date d'exercice des Options, selon le cas, ainsi qu'une promesse de vente consentie à l'Initiateur par les titulaires des Options et Actions Gratuites concernées exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat.

Le prix d'exercice des promesses sera déterminé selon une méthode cohérente avec le montant du prix d'Offre :

- S'agissant des options de souscription d'actions dont la faculté d'exercice est suspendue jusqu'au jour du Retrait Obligatoire, en cas de demande d'exercice de la promesse avant cette date, cession au prix de l'Offre ;
- Pour les autres cas de cession dont la demande interviendrait postérieurement au Retrait Obligatoire, application à la cession d'une formule de prix : le prix de l'Offre multiplié par le ratio entre (i) le cours moyen de l'action Atos SE sur une période de 20 jours de bourse précédant le jour de la cession des Actions Bull et (ii) le cours moyen de l'action Atos SE sur une période de 20 jours de bourse précédant et incluant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

¹ Il sera proposé aux porteurs de ces Options de conclure des contrats de liquidité avec l'Initiateur.

(b) Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

Il n'existe à la connaissance de l'Initiateur aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

2 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 263-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Natixis et Rothschild & Cie Banque, en qualité d'établissements présentateurs agissant pour le compte de l'Initiateur ont déposé le 6 novembre 2014 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des Actions Bull.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Bull toutes les Actions Bull visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 4,90 euros par Action Bull, pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Il est par ailleurs précisé que, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, seule Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

La société Atos détient à la date de la présente note d'information conjointe 116.993.469 Actions Bull représentant 95,56% du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 122.428.397 Actions Bull et autant de droits de vote calculé en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte donc sur la totalité des Actions Bull en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 5.288.928 Actions Bull au 6 novembre 2014, représentant, 4,32% du capital et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 122.428.397 actions et de 122.428.397 droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, à l'exclusion des 146.000 Actions Gratuites dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la date du Retrait Obligatoire².

Il est précisé que :

- l'Offre ne porte pas sur les Actions Bull nouvelles sous-jacentes aux Options qui ne seront pas exerçables ou sont suspendues d'ici le Retrait Obligatoire sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de la présente note d'information conjointe, un nombre maximum de 5.636.250³ Actions Bull ;
- l'Offre ne porte pas sur les Actions Gratuites non encore définitivement attribuées ou définitivement attribuées mais dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date du Retrait Obligatoire, sous réserve des cas de levée d'indisponibilité prévus par les

² Les 146.000 actions gratuites en phase de conservation sont actuellement incessibles et sont inscrites au nominatif sur des comptes bloqués dans les livres du teneur de compte CACEIS Corporate Trust. Elles ne sont donc pas juridiquement et techniquement cessibles et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre.

³ Cela inclut les 2.030.000 Options attribuées le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été présenté au conseil d'administration du 26 février 2014.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

dispositions légales ou réglementaires applicables, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 1.556.000 Actions Gratuites⁴.

La situation des porteurs d'OCEANES Bull et des titulaires d'Options et d'Actions Gratuites est plus précisément décrite aux sections 2.3 et 2.4 ci-après.

A la connaissance de l'Initiateur, 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, autres que les Actions Bull, les OCEANES Bull décrites à la section 2.3 ci-après, les Actions Gratuites, et les Options.

2.3 Situation des porteurs d'OCEANES

Par communiqué de presse en date du 26 octobre 2014, Bull a annoncé avoir décidé de procéder au remboursement anticipé des OCEANES Bull restant en circulation, conformément aux dispositions de l'article 2.2.6-3 de la note d'opération relative aux OCEANES Bull. Le remboursement anticipé sera effectué le 1er décembre 2014 au prix de 15,06 euros, majoré des intérêts courus depuis le 1er janvier 2014 jusqu'à la date de remboursement effectif (0,02 euro), soit un total de 15,08 euros par OCEANE Bull. En conséquence, il n'existera plus d'OCEANES Bull en circulation à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Bull communiquera prochainement les modalités selon lesquelles les porteurs d'OCEANES Bull qui détenaient ces titres avant l'annonce de l'Offre Publique d'Achat et qui les ont cédés sur le marché ou apportés à l'Offre Publique d'Achat auront la possibilité de recevoir un montant maximal en numéraire par OCEANE Bull égal à la différence entre le prix du remboursement anticipé et le prix offert dans l'Offre Publique d'Achat, soit un montant égal à 9,53 euros par OCEANE Bull cédée ou apportée.

2.4 Situation des titulaires d'Options et d'Actions Gratuites

La Société a procédé à l'attribution d'options de souscription d'actions dont les principales caractéristiques sont détaillées en page 197 du document de référence 2013 de la Société déposé auprès de l'AMF le 14 mars 2014 sous le numéro D.14-0144 (disponible sur le site internet de la Société (www.bull.com)), étant précisé qu'un plan d'options supplémentaire a été mis en place le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été décidé par le conseil d'administration du 26 février 2014.

Les bénéficiaires d'Options désirant apporter à l'Offre les Actions Bull auxquelles ces Options donnent droit devront les avoir exercées suffisamment à l'avance pour que les Actions Bull issues de l'exercice de ces Options puissent être apportées à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre.

A la date de la présente note d'information conjointe, 5.636.250 Options sont en vigueur, parmi lesquelles un nombre maximum de 1.351.250 Options sont exerçables à compter du 13 novembre 2014 et les Actions Bull qui résulteraient de leur exercice seraient cessibles, mais pour lesquelles la faculté d'exercice a été suspendue jusqu'au 5ème jour de bourse suivant le Retrait Obligatoire.

La Société a procédé à l'attribution d'actions gratuites dont les principales caractéristiques sont

⁴ Les plans d'actions gratuites concernés sont les suivants :

- Plan du 27 octobre 2010 : 36.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 28 octobre 2014 ;
- Plan du 2 mars 2012 : 146.000 actions gratuites dont la période de conservation s'achèvera le 2 mars 2016 ;
- Plan du 2 mars 2012 : 28.000 actions gratuites relatives à des droits en cours d'acquisition ;
- Plan du 9 août 2013 : 302.000 actions gratuites relatives à des droits en cours d'acquisition ;
- Plan du 14 juin 2014 : 1.080.000 actions gratuites relatives à des droits en cours d'acquisition.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

détaillées en page 198 du document de référence 2013 de la Société déposé auprès de l'AMF le 14 mars 2014 sous le numéro D.14-0144 (disponible sur le site internet de la Société (www.bull.com)), étant précisé qu'un plan d'actions gratuites supplémentaire a été mis en place le 14 juin 2014 en exécution du Long Term Incentive Plan prévu par le plan One Bull, qui avait été décidé par le conseil d'administration du 26 février 2014.

A la date de la présente note d'information conjointe, 1.556.000 Actions Gratuites sont en vigueur, parmi lesquelles 1.410.000 Actions Gratuites sont en cours d'acquisition et donc incessibles, 146.000 Actions Gratuites sont définitivement acquises mais soumises à obligation de conservation et donc actuellement incessibles. Par ailleurs, 36.000 Actions Gratuites, devenues cessibles le 28 octobre 2014, sont par conséquent visées par la présente Offre.

Les titulaires d'Options et d'Actions Gratuites se verront proposer par l'Initiateur un mécanisme de liquidité (voir section 1.2.2.(a) de la présente note d'information conjointe).

2.5 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 6 novembre 2014. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur, de la Société, de Natixis et de Rothschild & Cie Banque, et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), d'Atos (www.atos.net) et de Bull (www.bull.com).

En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information conjointe sera diffusé le 6 novembre 2014.

Cette Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa du présent projet de note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, auprès d'Atos et de Bull. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), d'Atos (www.atos.net) et de Bull (www.bull.com).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre, et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier annonçant les principales caractéristiques de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet.

2.6 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation. L'acquisition des Actions Bull pendant l'Offre Publique de Retrait se fera, conformément à la loi, par

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

l'intermédiaire du membre du marché acheteur Natixis, agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur, au prix de 4,90 euros par Action Bull.

Les Actions Bull détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'Actions Bull inscrites en compte nominatif devront demander, dans les plus brefs délais, au teneur du compte titres nominatif (Caceis Corporate Trust, 14 rue Rouget de Lisle, 92862 Issy les Moulineaux Cedex 9), l'inscription de leurs Actions Bull sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les Actions Bull présentées à l'Offre Publique de Retrait devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les Actions Bull apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions Bull à l'Offre Publique de Retrait dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions Bull (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. L'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tous frais.

2.7 Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions Bull qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 4,90 euros par Action Bull, nette de tous frais, à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Après la clôture des comptes des affiliés, Natixis, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions Bull de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions Bull dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Natixis pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date de Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les Actions Bull seront radiées du marché réglementé d'Euronext Paris le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

2.8 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre. Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

6 novembre 2014	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne notamment sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note d'information conjointe
25 novembre 2014	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
26 novembre 2014	Mise à disposition du public et mise en ligne notamment sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information conjointe visée par l'AMF
1 décembre 2014	Dépôt des documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Atos et de Bull auprès de l'AMF Publication d'un avis financier informant de la mise à disposition des documents susvisés
2 décembre 2014	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
15 décembre 2014	Clôture de l'Offre Publique de Retrait
16 décembre 2014	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions Bull de Euronext Paris

2.9 Coûts et modalités de financement de l'Offre

2.9.1 Modalités de financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des Actions Bull visées par l'Offre, représentera, sur la base du prix unitaire de l'Offre de 4,90 euros par Action Bull, un investissement d'un montant maximum (hors frais liés à l'opération) de 25.915.747,20 euros.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre, y compris les honoraires et frais des conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 795.000 euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre est ainsi estimé à environ 26.710.747,20 euros et sera financé par le groupe Atos au moyen de fonds propres.

2.10 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. La présente note d'information conjointe n'est pas destinée à être distribuée dans les pays autres que la France.

La présente note d'information conjointe et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégal ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

par le droit local auquel ils sont soumis.

La distribution de la présente note d'information conjointe et de tout document relatif à l'Offre et la participation à l'Offre peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la présente note d'information conjointe doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Concernant les Etats-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes résidentes des Etats-Unis ou *US Persons* au sens du *Regulation S* pris en vertu de l'*US Securities Act* de 1933, et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire et aucune copie de la présente note d'information conjointe, et aucun autre document relatif à la présente note d'information conjointe ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit (y compris, sans limitation, les transmissions par courrier électronique, courrier postal, télécopie, télex et téléphone). Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions Bull à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la présente note d'information conjointe ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'est pas une personne se trouvant aux Etats-Unis ou *US Person* telles que définies au *Regulation S* pris en vertu de l'*US Securities Act* de 1933, tel que modifié (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou a transmis son ordre de vente, et (iv) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ces instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter d'ordres de vente qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions sera réputée nulle. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par les Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

2.11 Régime fiscal de l'Offre en France

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable à l'Offre est décrit ci-après.

L'attention des actionnaires qui participeront à l'Offre est toutefois attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel. Ce résumé est fondé sur les dispositions légales françaises et conventionnelles actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif) et de leur interprétation par l'administration fiscale française et/ou les tribunaux.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale conclue entre la France et cet Etat.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

2.11.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

(a) Régime de droit commun

(i) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code Général des Impôts (« **CGI** »), les plus-values de cession des Actions Bull réalisées par les personnes physiques sont prises en compte pour la détermination du revenu net global et soumises dès le premier euro au barème progressif de l'impôt sur le revenu et aux contributions sociales.

Les plus-values sont déterminées par différence entre le prix offert dans l'Offre net des frais et taxes acquittés par le cédant et le prix de revient fiscal des Actions Bull.

En cas de détention des Actions Bull pendant une certaine durée avant la cession, des abattements réduisent l'assiette imposable à l'impôt sur le revenu (sans pour autant réduire l'assiette soumise aux prélèvements sociaux) comme suit :

- détention de deux à moins de huit ans : taux d'abattement de 50% ; et
- détention depuis au moins huit ans : taux d'abattement de 65%.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession de Actions Bull dans le cadre de l'Offre ne sont imputables que sur les gains de même nature réalisés au cours de l'année de la cession ou des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible).

L'apport d'Actions Bull à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures au regard des mêmes Actions Bull.

(ii) Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession des Actions Bull sont, en outre, assujetties aux contributions sociales sans application de l'abattement énoncé ci-avant.

Le taux des contributions sociales se décompose comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« CSG »),
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS »),
- 4,8% au titre du prélèvement social et de sa contribution additionnelle, et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité :

Soit un taux global de prélèvements sociaux de 15,5%, la CSG étant déductible, à hauteur de 5,1% du revenu global imposable l'année de son paiement.

(iii) Autres contributions

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, en ce inclus les plus-values réalisées par le contribuable concerné, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.000 et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction comprise entre 500.000 et 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

(b) Cas des Actions Bull détenues dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des Actions Bull dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

(c) Salariés et mandataires sociaux titulaires d'actions reçues lors de l'exercice d'Options

En cas d'apport à l'Offre d'actions souscrites ou acquises dans le cadre d'un plan d'Options, le gain d'acquisition (qui est égal à la différence entre (i) le premier cours coté de l'action au jour de l'exercice de l'Option et (ii) le prix d'exercice de l'Option, majoré le cas échéant de la fraction du rabais imposée à la date de levée de l'Option dans la catégorie des traitements et salaires) sera soumis :

- s'agissant des Options attribuées à compter du 28 septembre 2012, à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des traitements et salaires, à la CSG et la CRDS sur revenus d'activités et à la contribution salariale prévue à l'article L. 137-14 du Code de la sécurité sociale ; et
- s'agissant des Options attribuées avant le 28 septembre 2012 :
 - sauf option du bénéficiaire pour l'application du barème progressif de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des traitements et salaires, si les actions provenant de

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

l'exercice des Options sont conservées sous la forme nominative et demeurant indisponibles pendant une période de quatre ans (les Options en circulation ayant été attribuées à compter du 27 avril 2000) à compter de l'attribution des Options, à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 30% pour la fraction du gain d'acquisition qui n'excède pas 152 500 euros et 41% au-delà (ces taux étant réduits respectivement à 18% et 30% si les actions concernées revêtent la forme nominative et demeurent indisponibles sans être données en location pendant un délai au moins égal à deux ans à compter de la date d'achèvement du délai de quatre ans mentionné ci-dessus). En outre, le gain d'acquisition sera également soumis aux prélèvements sociaux et, le cas échéant, à la contribution salariale prévue à l'article L. 137-14 du Code de la sécurité sociale (exigible lors de la cession d'actions résultant de l'exercice d'Options consenties à compter du 16 octobre 2007) ;

- dans le cas contraire (apport à l'Offre d'actions souscrites ou acquises dans le cadre d'un plan d'Options avant l'expiration du délai de quatre ans visé ci-dessus), le gain d'acquisition sera imposé dans la catégorie des traitements et salaires et sera assujéti comme tel aux cotisations et prélèvements sociaux.

Par ailleurs, le gain de cession éventuellement réalisé au titre de l'apport des Actions Bull susvisées à l'Offre, égal à la différence entre, d'une part, le prix d'Offre, et d'autre part, le premier cours coté desdites Actions Bull au jour de l'exercice de l'Option, sera soumis au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du CGI tel que décrit ci-dessus.

d) Salariés et mandataires sociaux titulaires d'actions reçues lors de l'acquisition d'Actions Gratuites

En cas d'apport à l'Offre d'actions acquises dans le cadre d'un plan d'Actions Gratuites dans les conditions définies aux articles L. 225-197-1 à L. 225-197-3 du Code de commerce, le gain d'acquisition (qui est égal à la valeur de l'action à sa date d'acquisition) sera soumis :

- s'agissant des Actions Gratuites attribuées à compter du 28 septembre 2012, à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des traitements et salaires, à la CSG et à la CRDS sur revenus d'activités et à la contribution salariale prévue à l'article L. 137-14 du Code de la sécurité sociale ; et
- s'agissant des Actions Gratuites attribuées avant le 28 septembre 2012 :
 - sauf option du bénéficiaire pour l'imposition à l'impôt sur le revenu selon les règles applicables aux traitements et salaires, si les actions attribuées demeurent indisponibles sans être données en location pendant une période minimale de deux (2) ans qui court à compter de leur attribution définitive, à l'impôt sur le revenu, au taux de 30%. En outre, le gain d'acquisition sera également soumis aux prélèvements sociaux et, le cas échéant, à la contribution salariale prévue à l'article L. 137-14 du Code de la sécurité sociale (exigible lors de la cession d'actions résultant de l'attribution d'Actions Gratuites consenties à compter du 16 octobre 2007) ;
 - dans le cas contraire (apport à l'Offre d'actions acquises et cédées avant l'expiration du délai de 2 ans visé ci-dessus, le gain d'acquisition sera imposé dans la catégorie des traitements et salaires et sera assujéti comme tel aux cotisations et prélèvements sociaux.

Par ailleurs, le gain de cession éventuellement réalisé au titre de l'apport des Actions Bull susvisées à

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

l'Offre, égal à la différence entre, d'une part, le prix d'Offre, et d'autre part, la valeur des Actions Bull à leur date d'acquisition, sera soumis au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du CGI tel que décrit à la présente section 2.11.1.

2.11.2 Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et soumis à l'impôt sur les sociétés

(a) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession des Actions Bull sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33,1/3%) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% dans la limite de 38.120 euros et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros sont assujettis à une contribution exceptionnelle égale à 10,7% de l'impôt sur les sociétés dû (déterminé après imputation des déficits, moins-values reportables et application des abattements prévus par des régimes particuliers mais avant imputation des réductions, crédits d'impôts et des créances fiscales de toute nature) au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2015 (article 235 ter ZAA du CGI), soit un taux global de 38%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des Actions Bull dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux applicable de la personne morale. Il est en outre précisé que l'apport des Actions Bull à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions (plus-values de cession des titres de participation)

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions pouvant entrer dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation et détenues depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré le cas échéant des contributions mentionnées ci-dessus, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

2.11.3 Actionnaires non-résidents fiscaux français

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'Actions Bull par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve pour les entreprises que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France.

En outre, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les titulaires d'Actions Bull non-résidents fiscaux français peuvent être imposés en France sur la plus-value de cession desdites Actions Bull si les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés ont, à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices. La plus-value de cession desdites Actions Bull sera également imposable en France au taux forfaitaire de 75%, et ce quel que soit le pourcentage des droits détenus par le cédant, lorsque ce dernier est établi ou constitué hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

De plus, en application de l'article 182 A ter du CGI, et sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, le gain d'acquisition des Actions Bull acquises dans le cadre d'un plan d'Options ou d'un plan d'Actions Gratuites réalisé par des personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au titre de l'année de cession est soumis à une retenue à la source spécifique s'il est de source française. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

En tout état de cause, les actionnaires non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

2.11.4 Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur les actions dépassent la gestion de portefeuille ou qui ont inscrit ces actions à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur propre conseil fiscal.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

3 INFORMATIONS RELATIVES A BULL

3.1 Structure du capital

Au 6 novembre 2014, le capital social de la Société s'élevait à 12.242.839,70 euros, divisé en 122.428.397 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,10 euro chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

3.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société

A la date de la présente note d'information conjointe, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.2.

Le dernier franchissement de seuil effectué conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce est celui effectué par l'Initiateur, le 1er octobre 2014, aux termes d'un courrier dans lequel il a déclaré avoir franchi à la hausse, le 26 septembre 2014, les seuils de 90% et 95% des droits de vote de la Société (cette déclaration a été publiée par l'AMF le 2 octobre 2014 sous le numéro 214C2047).

Par courrier reçu le 22 août 2014, la société Crescendo Industries avait déclaré avoir franchi à la baisse, le 18 août 2014, les seuils de 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société (cette déclaration a été publiée par l'AMF le 22 août 2014 sous le numéro 214C1765).

Par courrier reçu le 22 août 2014, la société Orange avait déclaré avoir franchi à la baisse, le 18 août 2014, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société (cette déclaration a été publiée par l'AMF le 22 août 2014 sous le numéro 214C1762).

Par courrier reçu le 21 août 2014, la société UBS avait déclaré avoir franchi à la baisse, le 19 août 2014, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société (cette déclaration a été publiée par l'AMF le 21 août 2014 sous le numéro 214C1756).

Par courrier reçu le 20 août 2014, Atos avait déclaré avoir franchi à la hausse, le 18 août 2014, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société (cette déclaration a été publiée par l'AMF le 20 août 2014 sous le numéro 214C1743).

3.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de votes et au transfert des Actions Bull et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions Bull

L'article 11, 1° des statuts de la Société prévoit que les Actions Bull sont librement négociables et aucune limitation des transferts des Actions Bull n'est stipulée.

Outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital, l'article 11, 9° des statuts prévoit qu'en cas de franchissement à la hausse ou à la baisse du seuil de 2,5 % du capital ou des droits de vote ou de tout multiple de ce pourcentage, les actions dépassant la fraction devront être déclarées à la Société au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation.

En cas de non-respect de l'obligation statutaire d'information, l'actionnaire sera, dans les conditions et limites fixées par la loi, privé du droit de vote afférant aux actions dépassant le seuil considéré, sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant 0,5 % au moins du capital social.

L'article 11, 10° des statuts prévoit également que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder une fraction du capital ou des droits de vote égale ou supérieure à 10%, 15% et 20% ou plus de 25% des actions et des droits de vote, est tenue de notifier à la Société,

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

par lettre recommandée avec accusé de réception, au plus tard avant la clôture des négociations du cinquième jour de bourse suivant le franchissement de l'un de ces seuils, les objectifs que cette personne a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir.

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

Aucune Action Bull ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

3.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ces derniers.

Néant.

3.6 Accords entre actionnaires dont la cible a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert des Actions Bull et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

3.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

3.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des administrateurs.

3.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

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

3.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

3.8.1 Délégations et autorisations financières accordées par l'assemblée générale des actionnaires

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires réunie le 6 juin 2014.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Opérations	Montant nominal maximal	Date de l'autorisation	Echéance	Durée	Utilisation
Attribution d'options de souscription et/ou d'achat d'actions au profit des salariés et/ou mandataires sociaux du groupe	2,5% du nombre total des actions au moment de l'attribution (sous limite de 0,49% pour les dirigeants mandataires sociaux)	6 juin 2014	5 août 2017	38 mois	14 juin 2014 ⁸
Augmentation du capital social par émission d'actions et/ou toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital immédiatement ou à terme avec maintien du droit préférentiel de souscription	6 millions d'euros	6 juin 2014	5 août 2016	26 mois	NON
Augmentation du capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes, ou autres	6 millions d'euros	6 juin 2014	5 août 2016	26 mois	NON
Augmentation du capital social par émission d'actions et/ou d'autres titres donnant accès au capital social en rémunération d'apports	5% du montant du capital social	6 juin 2014	5 août 2016	26 mois	NON
Augmentation du capital par émission d'actions, et/ou d'autres titres donnant accès au capital de la Société par une augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un plan d'épargne entreprise	2% du montant du capital social	6 juin 2014	5 août 2016	18 mois	NON
Attribution d'Actions Gratuites existantes ou à émettre au profit de salariés ou mandataires sociaux	0,5% du montant du capital social	8 juin 2011	7 août 2014	38 mois	15/02/2012 ⁹ 24/07/2013 ¹⁰

⁸ Le conseil d'administration du 14 juin 2014 a autorisé l'attribution de 2.030.000 Options de souscription d'actions

⁹ Le conseil d'administration du 24 juillet 2013 a autorisé l'attribution de 179.000 Actions Gratuites

¹⁰ Le conseil d'administration du 24 juillet 2013 a autorisé l'attribution de 319.000 Actions Gratuites

3.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou s'ils sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le contrat de travail de Pierre Barnabé, *Chief Operating Officer* de la Société, contient la clause suivante :

En cas de changement de contrôle du groupe Bull, et si ce changement entraîne, dans les 6 mois qui suivent, une remise en cause des fonctions de Mr. Pierre Barnabé au sein du groupe, Mr Pierre Barnabé percevra, en cas de départ du groupe, une indemnité forfaitaire de départ d'un montant égal à 12 mois de rémunération fixe et variable à objectifs atteints en supplément des indemnités conventionnelles et légales, ainsi que du préavis. Cette clause est valable 5 ans à compter de la date de signature du présent contrat

En dehors de cette clause, il n'existe pas d'accord prévoyant des indemnités pour les salariés et les mandataires sociaux non dirigeants en cas de cessation de leurs fonctions (en dehors des stipulations usuelles relatives à des engagements de non concurrence).

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

4 ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE

4.1 Données financières de base

4.1.1 Agrégats de référence

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre comprennent (i) les états financiers consolidés et audités de Bull pour les exercices 2012, 2013 et le premier semestre 2014 ainsi que (ii) deux plans d'affaires établis par l'Initiateur suivant deux méthodologies distinctes pour la période 2014-2017.

Le premier plan d'affaires (« **Plan One Bull Ajusté** ») a été établi à partir des objectifs financiers communiqués au marché lors de l'annonce du plan One Bull en janvier 2014 (en particulier, un objectif de marge d'EBIT de 7% à horizon 2017 après prise en compte des économies résultant du plan One Bull) et d'indications limitées communiquées à l'occasion d'entretiens avec le Management de la Société dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat. S'agissant de l'exercice 2017, l'Initiateur n'a pas retenu le profil de croissance prévu en fin de période dans le plan One Bull (croissance comprise entre 5 et 10%) mais une hypothèse de croissance de 2,5%, en ligne avec la croissance à long-terme retenue dans le cadre de la valorisation par actualisation des flux.

Les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires retenues se traduisent par une augmentation du chiffre d'affaires de 43 M euros entre 2013 et 2017, soit un taux de croissance annuel moyen (« TCAM ») de 0,8% après prise en compte des cessions d'activités prévues dans le cadre du plan One Bull. À titre de comparaison, le TCAM sur la période 2010-2013 s'est élevé à 0,5%, en l'absence de cessions significatives.

Le chiffre d'affaires 2017 du Plan One Bull Ajusté s'élève ainsi à 1.305 M euros. L'EBIT 2017 avant coûts de restructuration s'élève à 93 M euros soit une marge opérationnelle de 7,1%.

Le second plan d'affaires (« **Plan Atos** ») a été construit par Atos suivant une approche « bottom-up », à partir de projections de croissance et de marge différenciées pour les différents segments d'activité de Bull. Ces projections conduisent à un chiffre d'affaires de 1.328 M euros en 2017. L'EBIT 2017 avant coûts de restructuration s'élève à 75 M euros (marge opérationnelle de 5,6%).

Les deux plans d'affaires utilisés dans le cadre de la valorisation multicritères de la Société intègrent la fraction des synergies correspondant à l'accélération du plan « One Bull » (économies évaluées à 30 millions d'euros par an en vitesse de croisière).

4.1.2 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres au 20/10/2014

Les éléments d'ajustement retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes au 31 décembre 2013 et au 30 juin 2014 publiés par Bull.

- Trésorerie nette au 30 juin 2014 : (76) millions d'euros
- Retraitement de l'impact trésorerie des contrats d'affacturage : 147 millions d'euros
- Engagements de retraite et autres avantages long-terme (au 30 juin 2014) : 109 millions d'euros
- Autres ajustements : (7) millions d'euros

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

- Produit de l'exercice des stock-options prises en compte dans le nombre d'actions retenu : (22) millions d'euros⁵
- Total des ajustements : 151 millions d'euros

Sur la base des éléments dont l'Initiateur a eu connaissance, aucun ajustement spécifique n'a été retenu au titre des variations saisonnières de la trésorerie nette de la Société. Ce type de variation est habituel dans les sociétés de services informatiques.

4.1.3 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'Actions Bull retenu est de 129.474.647, correspondant au nombre total d'actions émises de 122.428.397 au 31 août 2014, tel que communiqué par la société au 4 septembre 2014, augmenté d'un total de 7.046.250 Actions Bull correspondant à la dilution potentielle liée :

- aux 5.636.250 Actions Bull susceptibles d'être émises par l'exercice des Options
- aux 1.410.000 Actions Bull susceptibles d'être émises au titre des plans d'attribution d'Actions Gratuites.

4.2 Méthodes d'appréciation du prix d'Offre par action retenues

Dans le cadre de l'approche multicritères, les méthodes suivantes ont été retenues :

- Approche par les cours boursiers historiques
- Cours cibles des analystes
- Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles
- Méthode des comparables boursiers
- Méthode des transactions comparables

4.2.1 Approche par les cours boursiers historiques

Les Actions Bull sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché NYSE Euronext Paris. Les volumes quotidiens échangés durant les 12 mois précédant l'Offre Publique d'Achat s'élèvent à 392 milliers d'actions en moyenne.

Le tableau ci-dessous présente les primes induites par le prix d'Offre de 4,90 euros par rapport au cours de l'action Bull sur différentes périodes.

⁵ Incluant le produit de l'exercice des 171 500 stock-options du plan 2009 exercées après le 30 juin 2014

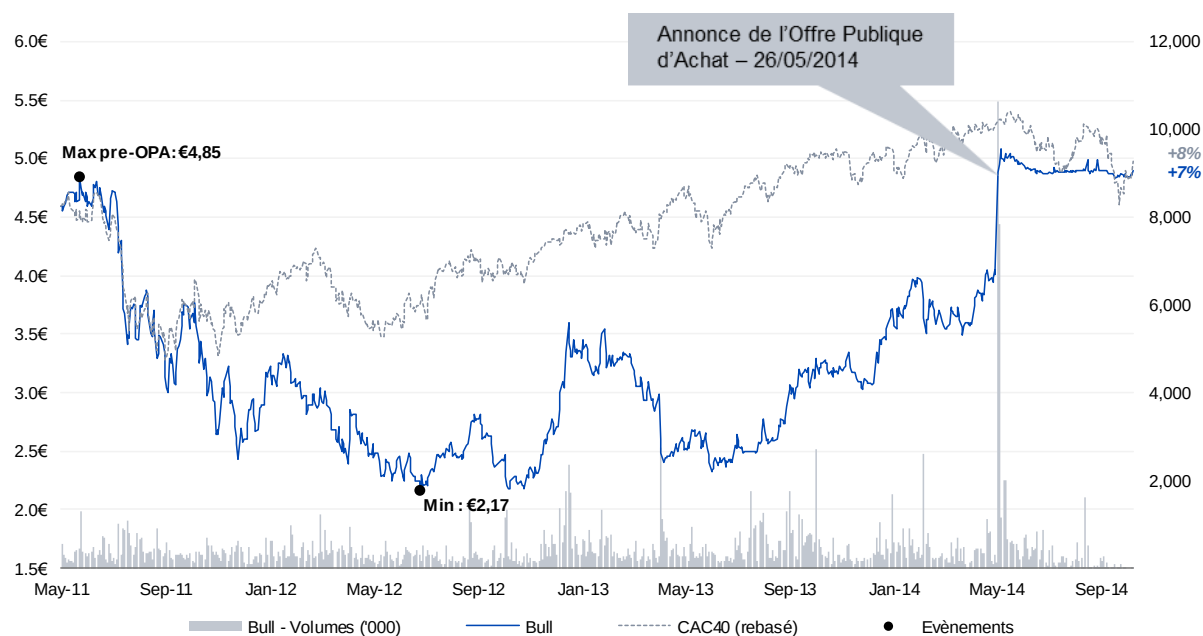
Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

	Cours moyen pondéré par les volumes (€/action)	Primes implicites de l'Offre	Volumes quotidiens (en milliers)
Cours spot au 31/10/2014	4,90	-	16,1
VWAP depuis l'annonce	4,94	(0,8%)	443,4
Références non affectées par l'Offre Publique d'Achat			
Dernier jour avant l'Offre (23/05/2014)	4,01	22,2%	124,8
Moyenne 1 mois	3,92	24,9%	349,8
Moyenne 3 mois	3,77	29,9%	331,6
Moyenne 6 mois	3,66	33,8%	338,9
Moyenne 1 an	3,18	53,9%	392,3
Minimum sur 1 an - 24/06/2013	2,32	111,2%	
Maximum sur 1 an - 14/05/2014	4,05	21,0%	

Source : Factset 31/10/2014

Durant les 3 années précédant l'annonce de l'OPA, le cours le plus bas a été de 2,17 euros (17 juillet 2012) et le cours le plus haut a été de 4,85 euros (14 juin 2011).

Evolution du cours de bourse de Bull depuis mai 2011



Source : Factset 31/10/2014

4.2.2 Cours cibles des analystes

Sur la base des notes postérieures à la publication des résultats annuels de Bull le 27 février 2014, les cours cibles des analystes se présentaient avant l'annonce de l'Offre Publique d'Achat de la façon suivante :

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Cours cibles des analystes

Analyste	Date	Cours cible	Recommandation
Oddo	30/04/2014	4,20 €	Achat
Aurel	27/02/2014	4,70 €	Achat
CM-CIC	30/04/2014	4,30 €	Achat
Min		4,20 €	
Max		4,70 €	
Moyenne		4,40 €	
Médiane		4,30 €	

Alpha Value a par ailleurs publié une note le 7 mai 2014. Cette publication n'a pas été retenue, dans la mesure où Alpha Value est sous contrat avec la Société.

Deux analystes ont publié des notes depuis l'annonce des résultats semestriels. Leur cours cible est aligné sur le prix d'offre de 4,90 euros.

Cours cibles des analystes

Analyste	Date	Cours cible	Recommandation
Oddo & Cie	23/09/2014	4,90 €	Neutre
Aurel - BGC	17/09/2014	4,90 €	Neutre

4.2.3 Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles

Cette méthode consiste à actualiser l'ensemble des flux de trésorerie générés par la Société en tenant compte de l'évolution attendue de ses performances à moyen et long terme. Elle revient à modéliser et actualiser l'ensemble des flux de trésorerie bénéficiant aux actionnaires et aux créanciers.

Elle est mise en œuvre en quatre temps en supposant une date de départ des flux de trésorerie au 1^{er} juillet 2014 :

- i. Les flux de trésorerie disponibles désendettés de Bull ont été projetés sur la période 2014-2021, sur la base (i) du plan d'affaires (plans « One Bull ajusté » et « Atos ») pour la période 2014-2017 et (ii) d'une extrapolation des flux du plan d'affaires sur la période 2018-2021. L'année 2021 a été retenue comme année normative.
- ii. Ces flux étant destinés à rémunérer l'ensemble des apporteurs de financement, qu'ils soient actionnaires ou créanciers, ils ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (ci-après « CMPC »).
- iii. La dette nette et les autres éléments d'ajustement ont été déduits de la valeur d'entreprise pour parvenir à la valeur des fonds propres.
- iv. La valeur estimée des actifs d'impôts différés de la Société a été ajoutée à la valorisation ainsi obtenue.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Paramètres de valorisation

Extrapolation des plans d'affaires

Les plans d'affaires One Bull Ajusté et Atos ont été extrapolés de la façon suivante :

- Marge d'EBITDA stable à son niveau de 2017 de 9,1% dans le plan « One Bull ajusté » et 7,5% dans le plan « Atos »
- Convergence progressive du niveau de dotations aux amortissements vers le niveau d'investissement net
- Coûts de restructuration récurrents de 5 M euros
- Taux d'imposition normatif d'environ 34% et CVAE représentant 0,6% du chiffre d'affaires
- Variation du besoin en fonds de roulement négative correspondant à 22,0% de la variation annuelle du chiffre d'affaires dans le plan « One Bull ajusté » et nulle dans le plan « Atos »
- Diminution progressive du niveau d'investissement net vers un niveau normatif de 2,5% du chiffre d'affaires (contre 2,8% et 2,6% en 2017 dans les plans One Bull ajusté et Atos, respectivement)

Détermination de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée en utilisant la formule de Gordon Shapiro, appliquée sur le flux normatif calculé sur la base des hypothèses suivantes :

- Marge d'EBITDA de 9,1% dans le plan « One Bull ajusté » et 7,5% dans le plan « Atos »
- Dotations aux amortissements représentant 2,5% du chiffre d'affaires (en ligne avec le montant annuel d'investissements nets)
- Coûts de restructuration récurrents de 5 M euros
- Taux d'imposition normatif d'environ 34% et CVAE représentant 0,6% du chiffre d'affaires
- Variation du besoin en fonds de roulement négative correspondant à 22,0% de la variation annuelle du chiffre d'affaires dans le plan « One Bull ajusté » et nulle dans le plan « Atos »
- Investissements nets représentant 2,5% du chiffre d'affaires

Le taux de croissance à l'infini retenu est de 2,5%.

La valeur terminale ainsi obtenue représente c. 70% de la valeur d'entreprise dans les deux scénarios.

Actualisation des flux

Les flux de trésorerie ont été actualisés au 1^{er} juillet 2014, en retenant une actualisation à mi-année, sur la base d'un CMPC de 9,7%. Le flux de trésorerie estimé du 1^{er} semestre 2014 a été intégré dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres.

Le CMPC de 9,7% repose sur la moyenne entre deux taux d'actualisation :

- Un taux de 10,6% propre à Bull et basé sur les éléments suivants :
 - Un beta des fonds propres de 0,86 (non affecté par l'Offre Publique d'Achat)
 - Un taux sans risque de 1,9% représentant la moyenne sur 1 an du taux des obligations d'Etat en France à horizon 10 ans
 - Une prime de marché de 7,8% représentant la moyenne sur 1 an de la prime de risque calculée en référence au CAC 40 par Bloomberg et Factset
 - Une structure financière cible désendettée
- Un taux de 8,8% correspondant à la moyenne pondérée entre :

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

- Un taux de 8,8% issu des comparables boursiers dans le secteur des Solutions Informatiques, pondéré à hauteur de 87%
- Un taux de 8,9% issu des comparables boursiers du segment Sécurité, pondéré à hauteur de 13%

La pondération a été calculée en fonction de la part du segment Sécurité dans la marge brute de Bull en 2013. Le calcul de ces deux taux d'actualisation se base sur les hypothèses de taux sans risque, de prime de marché, de coût de la dette et de structure financière cible explicitées ci-dessus, et sur le beta désendetté moyen des comparables des deux échantillons :

- 0,87 pour l'échantillon Solutions Informatiques
- 0,89 pour le segment Sécurité

Aucune prime n'a été appliquée au CMPC pour l'actualisation des flux additionnels résultant des synergies liées à l'accélération du plan « One Bull » (qui sont intégralement prises en compte dans les plans d'affaires utilisés).

Valorisation standalone fondée sur le plan « One Bull ajusté »

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles dans le plan « One Bull ajusté » fait ressortir une valorisation de 3,26€ en valeur centrale pour une fourchette de 3,05€ à 3,52€ par action en retenant un CMPC compris entre 9,5% et 9,9% et un taux de croissance à l'infini compris entre 2,0% et 3,0%.

		Taux de croissance à l'infini				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
CMPC	9,3%	3,24	3,36	3,49	3,65	3,83
	9,5%	3,14	3,25	3,37	3,52	3,68
	9,7%	3,05	3,15	3,26	3,39	3,54
	9,9%	2,96	3,05	3,15	3,27	3,41
	10,1%	2,87	2,96	3,05	3,16	3,29

Le prix d'Offre par action fait ressortir une prime de 50,3% par rapport à la valeur intrinsèque centrale de 3,26€.

Valorisation standalone fondée sur le plan « Atos »

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles dans le plan « Atos » fait ressortir une valorisation de 2,70€ en valeur centrale pour une fourchette de 2,47€ à 2,98€ par action en retenant un CMPC compris entre 9,5% et 9,9% et un taux de croissance à l'infini compris entre 2,0% et 3,0%.

		Taux de croissance à l'infini				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
CMPC	9,3%	2,59	2,73	2,90	3,09	3,32
	9,5%	2,50	2,64	2,80	2,98	3,19
	9,7%	2,43	2,56	2,70	2,87	3,06
	9,9%	2,35	2,47	2,61	2,77	2,95
	10,1%	2,28	2,40	2,53	2,67	2,84

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Le prix d'Offre par action fait ressortir une prime de 81,4% par rapport à la valeur intrinsèque centrale de 2,70€.

Prise en compte des synergies

Le potentiel de synergies de coûts est estimé à 80 millions d'euros par an (en année pleine) après 24 mois et correspond à :

1. Une accélération du plan « One Bull » avec des économies évaluées à 30 millions d'euros.
2. Des synergies de coûts additionnelles d'un montant de 50 millions d'euros, comprenant (i) une réduction des coûts indirects pour 30 millions d'euros dans les entités internationales du nouveau Groupe et sur les fonctions support et (ii) des économies additionnelles de 20 millions d'euros dans les achats et l'immobilier.

L'intégralité des synergies correspondant à l'accélération du plan « One Bull » a été prise en compte dans les plans d'affaires utilisés pour la valorisation par actualisation des flux. La valeur de ces synergies est donc reflétée dans les valorisations de la Société présentées ci-dessus. En effet, l'accélération du plan, combinée avec le savoir-faire et l'expérience reconnus de l'Initiateur dans l'efficacité opérationnelle, ses méthodologies éprouvées (TOP, TOP², etc.) constituent une véritable synergie qui renforce la certitude et la rapidité de l'exécution du plan One Bull. A titre illustratif, il a été considéré que l'ensemble de ces facteurs apportés par l'Initiateur pouvait être estimé à au moins la moitié du potentiel d'économies attendu en rythme de croisière, soit au moins 15 millions d'euros sur un total de 30 millions d'euros.

En ce qui concerne les synergies de coûts additionnelles, à titre d'illustration, on pourrait allouer à l'entité Bull une quote-part de ces synergies sur la base du poids relatif du chiffre d'affaires, de la marge opérationnelle et des frais de vente, frais généraux et administratifs pour l'exercice 2013 comprise entre 6% et 21%. La valeur de la quote-part de synergies additionnelles imputable à l'entité Bull ressortirait alors dans une fourchette comprise entre 0,12 et 0,39 euros par action. Cette estimation repose sur une actualisation des flux résultant des synergies additionnelles, réalisée en appliquant une prime de 200 points de base au CMPC afin de refléter les risques d'exécution inhérents à la mise en œuvre de ces synergies.

Prise en compte des déficits fiscaux reportables

La Société disposait au 31/12/2013 de déficits fiscaux reportables cumulés de 2,0 milliards d'euros, pour l'essentiel reportables dans les conditions de droit commun, et dont la majeure partie, soit 1,6 milliards d'euros sont attribuables au périmètre français de la Société. Une fraction importante de ce dernier montant résulte d'abandons de créance consentis par la Société pour recapitaliser ses filiales étrangères.

Il est rappelé que la Société considère que le potentiel d'économie d'impôts sur les trois exercices à venir, grâce aux déficits reportables acquis au 30 juin 2014, s'élève à 16,2 millions d'euros (en montant non actualisé).

Il est également rappelé que l'Initiateur dispose lui-même de déficits fiscaux reportables dans certaines juridictions, dont notamment 282,3 millions d'euros en France

La valorisation des déficits fiscaux de la Société a été effectuée selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, en utilisant un taux d'actualisation égal au CMPC.

Il convient de noter que la capacité du nouveau groupe à utiliser ces déficits serait en tout état de cause contrainte, et dépendrait en particulier de la nature exacte de chaque déficit, de leur

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

localisation, des éventuelles opérations de réorganisation, d'apport ou de fusion mises en œuvre à l'issue de l'offre, des cessions ou modifications éventuelles d'activité et de l'obtention, le cas échéant, d'agréments fiscaux dans chacune des juridictions concernées.

L'Initiateur ne dispose pas à date d'une quantification définitive du risque de déchéance de certains déficits dans le cadre des opérations de rapprochement. Afin de refléter la pleine valeur du potentiel d'économie d'impôts, l'hypothèse de travail retenue aux fins de l'exercice de valorisation est que l'ensemble des déficits pourront être conservés.

Sur la base de cette hypothèse et en tenant compte de la capacité bénéficiaire des entités locales du nouveau groupe, la valeur actualisée des déficits fiscaux reportables a été estimée à environ 125 millions d'euros. Elle pourrait être significativement inférieure dans un scénario où les agréments requis ne seraient pas obtenus.

Cette valeur a été intégrée dans les valorisations standalone par actualisation des flux présentées ci-dessus.

4.2.4 Méthode des comparables boursiers – application des multiples d'EBITDA et d'EBIT

Cette approche analogique consiste à appliquer aux agrégats de l'entreprise les multiples observés sur des sociétés cotées comparables à Bull en termes d'activité, de marché et de taille.

L'échantillon de sociétés comparables est composé de deux sous-ensembles d'entreprises opérant sur des marchés spécifiques :

- **Solutions Informatiques**

- **Cap Gemini** - Société française de services en ingénierie informatique classée 2ème du secteur en 2013 derrière IBM selon leur chiffre d'affaires réalisé en France. La société propose des services d'outsourcing et de consulting ainsi que des solutions en intégration IT.
- **Atos** - Entreprise française de services du numérique active dans près de 50 pays. Elle est présente sur quatre segments d'activité : conseil et services technologiques, intégration des systèmes, infogérance (c'est-à-dire l'externalisation d'une partie de l'exploitation SI) et services transactionnels de haute technologie.
- **Indra Sistemas** - Société espagnole spécialisée dans les technologies de l'information. Son offre inclut le conseil, le développement de projets et l'intégration de systèmes et d'applications ainsi que l'outsourcing de systèmes d'information et de gestion. Ses clients sont répartis dans plus de 100 pays.
- **Tieto Oyj** - Société suédo-finlandaise spécialisée dans les technologies de l'information et de la communication. Elle est active dans 27 pays, principalement dans le secteur public, les télécoms et la banque/assurance.
- **Sopra** - Société française de conseil, de services technologiques et d'édition de logiciels. Elle réalise près de 2/3 de son chiffre d'affaires en France, le reste se divisant entre le UK, l'Espagne, l'Italie, la Suisse, l'Allemagne et la Belgique. Sa filiale Sopra Banking Software développe des logiciels pour les banques et les marchés financiers.⁶

⁶ Sopra est engagé dans un projet d'OPE avec Steria

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

- **Sécurité**

- **L-3 Communications** - Société américaine spécialisée dans la défense et l'armement, essentiellement dans le secteur du C4ISR (contrôle, communication, système informatisé, surveillance et renseignement militaire). La société fournit également une large gamme de systèmes électroniques utilisés à des fins militaires et commerciales.
- **CACI** - Société militaire américaine spécialisée dans les technologies de l'information et les solutions informatiques. Aux Etats-Unis, elle s'adresse principalement aux services de renseignement, de défense et à des clients civils opérant au niveau fédéral. Sa gamme d'offres s'étend des solutions destinées aux systèmes informatiques d'entreprises au cyberspace.
- **Cubic** - Société militaire américaine spécialisée dans la conception, le développement, la construction et la mise en place et le support de produits et systèmes informatiques. La société opère dans trois secteurs spécifiques : les systèmes de transport, de défense et les services de soutien de mission (ex : formation, renseignement, support technique).
- **Harris** - Entreprise américaine spécialisée dans les équipements de télécommunications. Elle s'adresse aussi bien au gouvernement, au secteur de la défense qu'à des clients privés. Sa gamme de produits s'étend des équipements sans fil aux antennes terrestres et spatiales.
- **Cobham** - Entreprise britannique d'aéronautique spécialisée dans les avions ravitailleurs, mais également présent dans l'électronique, l'aéronautique, les radars et le matériel de survie. Ses produits et services s'adressent aussi bien à l'industrie de la défense, de la sécurité qu'aux marchés civils.
- **QinetiQ** - Entreprise d'armement et de recherche militaire britannique fondée en 2001 et proposant des technologies de développement et des services de conseil aux marchés de la défense et de la sécurité (notamment dans les secteurs de l'armement et de la recherche).
- **Ultra Electronics** - Entreprise militaire britannique spécialisée dans la conception, le développement et la fabrication de systèmes électromécaniques et de logiciels électroniques. La société opère dans les secteurs la défense, la sécurité, le transport et l'énergie et réalise une part significative de son chiffre d'affaires dans le domaine de la cybersécurité (communications sécurisées, cryptologie notamment).
- **Exelis** - Entreprise américaine de défense et d'aéronautique proposant des produits, solutions et services techniques en communication, renseignement et surveillance. La société cible des clients gouvernementaux et civils dans le monde entier.

Les multiples boursiers retenus pour valoriser Bull sont : le rapport entre la valeur d'entreprise et l'excédent brut d'exploitation (VE / EBITDA) et le rapport entre la valeur d'entreprise et le résultat d'exploitation (VE / EBIT) pour les années 2014 et 2015.

Les valeurs centrales retenues sont le résultat d'une somme des parties différenciant le segment Sécurité de Bull du reste de son activité, en faisant l'hypothèse, sur la base des indications fournies par la Société, que ce segment représente entre 13 et 15% de l'EBITDA et de l'EBIT. Les valeurs d'entreprise retenues sont donc déduites en faisant la somme des résultats obtenus par l'application de la moyenne des multiples boursiers sélectionnés pour chacun des deux segments distingués au sein de Bull aux agrégats financiers estimés de ces segments pour 2014 et 2015.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

	Plan One Bull ajusté				Plan Atos			
	EBITDA		EBIT		EBITDA		EBIT	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Solutions Informatiques								
Multiples moyens des comparables	7,9x	7,2x	10,4x	9,2x	7,9x	7,2x	10,4x	9,2x
Agrégats financiers de Bull	64	79	44	58	59	68	39	47
Valeur d'entreprise implicite	508	565	461	536	468	492	411	437
Sécurité								
Multiples moyens des comparables	9,0x	8,6x	11,2x	10,5x	9,0x	8,6x	11,2x	10,5x
Agrégats financiers de Bull	10	13	7	10	9	11	6	8
Valeur d'entreprise implicite	90	114	77	103	83	99	68	84
Valeur d'entreprise implicite	598	679	538	638	551	591	479	521
Agrégats financiers de Bull	74	92	51	68	68	80	46	55
Multiples induits	8,1x	7,4x	10,5x	9,4x	8,1x	7,4x	10,5x	9,4x
Elements de passage		151				151		
Valeur implicite des fonds propres	446	527	387	487	399	439	327	370
Nombre d'actions diluées (m)		129				129		
Prix implicite par action	3,45	4,07	2,99	3,76	3,08	3,39	2,53	2,86
Prime induite	42,1%	20,3%	64,1%	30,2%	58,9%	44,4%	93,7%	71,6%

Il n'a pas été retenu d'ajustement au titre des déficits fiscaux reportables dans le cadre de la valorisation par la méthode des comparables boursiers, dans la mesure où la plupart des comparables retenus dans les deux échantillons (Solutions Informatiques et Sécurité) disposent également de déficits fiscaux reportables, parfois significatifs. C'est en particulier le cas de Cap Gemini, Atos et Exelis (déficits de respectivement 4,7 Mds euros, 1,0 Md euros et 1,9 Mds\$ au 31 décembre 2013).

La valeur de ces déficits fiscaux reportables n'a pas été retraitée de la capitalisation boursière des comparables dans le cadre du calcul des multiples et est donc reflétée par les multiples appliqués aux agrégats de la Société.

Il est à noter par ailleurs que dans l'approche analogique aucun ajustement n'a été apporté pour prendre en compte le profil de génération de trésorerie de la Société et les autres spécificités de son profil. La Société a généré des flux totaux de trésorerie négatifs de respectivement -13,1 M euros, -14,9 M euros et -42,2 M euros au cours des exercices 2011, 2012 et 2013. Ce profil de génération de trésorerie dégradé par rapport aux comparables pourrait justifier l'application de multiples différenciés.

4.2.5 Méthode des transactions comparables

Cette analyse consiste à comparer le prix par action avec la valeur implicite de l'action obtenue à partir de la moyenne des multiples historiques observés sur un échantillon représentatif d'opérations intervenues dans le secteur Solutions Informatiques et Sécurité depuis 2007.

Il convient de rappeler que l'analyse des multiples dans le cadre de transactions comparables doit tenir compte des conditions de marché qui prévalaient au moment de ces opérations. Chaque opération est par nature spécifique (garanties de passif et autres) ainsi que les niveaux de valorisation des entreprises acquises à l'époque des opérations.

Sous réserve de ce qui précède, il ressort de l'analyse des transactions comparables les éléments récapitulés dans le tableau ci-dessous.

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Date	Acquéreur	Cible	VE	VE / CA	VE / EBITDA	VE / EBIT
Solutions Informatiques						
avr.-14	Steria	Sopra	1 248 M€	0,71x	9,9x	13,9x
mai-12	CGI	Logica	2 050 M€	0,53x	6,8x	8,1x
déc.-10	Atos	SIS	850 M€	0,23x	n.a	6,6x
mai-10	CGI	Stanley	1 070 M\$	1,21x	11,7x	13,4x
Moyenne				0,67x	9,5x	10,5x
Médiane				0,62x	9,9x	10,8x
Sécurité						
avr.-12	Cobham	Thrane & Thrane	341 M€	2,32x	8,0x	13,1x
janv.-11	BAE Systems	Norkom Group	187 M€	3,78x	18,3x	26,6x
sept.-10	Safran SA	L-1 Identity - Id. solutions	1 182 M€	2,38x	16,2x	44,0x
juin-10	Boeing	Argon ST	577 M€	1,93x	15,8x	19,5x
janv.-10	Bull	Amesys	117 M€	1,35x	n.a	23,5x
août-08	Teledyne	Filtronic Defence LTS	16 M€	0,90x	na	na
mai-08	Finmeccanica	DRS Technologies	3 162 M€	1,49x	11,2x	13,6x
avr.-08	EADS	PlantCML	219 M€	na	na	na
janv.-08	Cobham	Sparta	283 M€	1,40x	12,1x	14,5x
déc.-07	Cobham	Lansdale	167 M€	2,64x	na	17,1x
Moyenne				2,02x	13,6x	21,5x
Médiane				1,93x	14,0x	18,3x

A l'image de la méthode des multiples boursiers, les valeurs centrales retenues sont le résultat d'une somme des parties différenciant le segment Sécurité de Bull du reste de son activité. Les valeurs d'entreprise retenues sont donc déduites en sommant les résultats obtenus par l'application de la moyenne des multiples de transactions sélectionnées pour chacun des deux segments distingués aux agrégats financiers de Bull.

Les multiples ont été appliqués à l'EBITDA et à l'EBIT de l'exercice 2013. Les agrégats correspondent d'une part aux agrégats publiés (EBITDA de 66,9 M euros et EBIT de 44,8 M euros) et, d'autre part, à des agrégats normalisés après retraitement d'éléments non-récurrents estimés à c. 10 M euros par le management de la Société (EBITDA de 56,9 M euros et EBIT de 34,8 M euros).

	EBITDA		EBIT	
	2013 publié	2013 ajusté	2013 publié	2013 ajusté
Solutions Informatiques				
Multiples moyens des comparables		9,5x		10,5x
Agrégats financiers de Bull	58	50	39	30
Valeur d'entreprise implicite	554	471	411	319
Sécurité				
Multiples moyens des comparables		13,6x		21,5x
Agrégats financiers de Bull	9	7	6	4
Valeur d'entreprise implicite	116	98	122	95
Valeur d'entreprise implicite	670	570	533	414
Agrégats financiers de Bull	67	57	45	35
Multiples induits	10,0x	10,0x	11,9x	11,9x
Elements de passage			151	
Valeur implicite des fonds propres	518	418	382	263
Nombre d'actions diluées (m)			129	
Prix implicite par action	4,00	3,23	2,95	2,03
Prime induite	22,4%	51,7%	66,0%	141,1%

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

Le prix de l'Offre Publique d'Achat par Action Bull de 4,90 euros fait ressortir une prime comprise entre 22,4%% et 51,7% par rapport à la valorisation résultant de l'application des multiples d'EBITDA et une prime comprise entre 66,0% et 1461,1% par rapport à la valorisation résultant de l'application des multiples d'EBIT.

4.3 Méthodes écartées

- Actif Net Comptable
- Actif Net Réévalué
- Actualisation des dividendes futurs

4.3.1 Actif Net Comptable

La valeur comptable des fonds propres rend compte des apports en nature et en numéraire des actionnaires, ainsi que de l'accumulation historique des résultats de la Société, et non de ses perspectives futures. Cette référence n'est pas pertinente pour appréhender la valeur intrinsèque de la Société car elle ne prend pas en compte ses résultats futurs.

À titre d'information, l'actif net comptable de la Société ressort à 0,54 euros par action au 30/06/2014 (sur une base diluée).

Capitaux propres part du Groupe au 30/06/2014 (m€)	70,1
Nombre d'actions diluée (m)	129,5
Valeur comptable des fonds propres par action (€)	0,54€
Prime induite par le prix d'Offre de 4,90€	805,0%

4.3.2 Actif Net Réévalué

Cette approche définit la valeur des capitaux propres d'une société comme étant la différence entre ses actifs et ses passifs, après réévaluation des principaux actifs et passifs à leur valeur de marché. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de secteurs spécifiques (banques, foncières), n'apparaît pas pertinente pour évaluer, dans une optique de continuité d'exploitation, un groupe de services informatiques, dans la mesure où elle ne reflète pas les performances futures du groupe et où la valeur des actifs de la Société est indissociable de l'exploitation.

4.3.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette approche consiste à apprécier la valeur des fonds propres d'une société en fonction de sa capacité distributive, en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par les actionnaires.

Cette approche ne semble pas pertinente en l'espèce, dans la mesure où la Société ne distribue pas de dividendes à ses actionnaires (absence de dividende au titre des deux derniers exercices, pas de dividende anticipé par les analystes à l'horizon 2016).

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

4.3.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre par Action Bull

Critères	Prix implicite par action (€)	Prime induite (Prix d'Offre 4,90€)
Cours de bourse		
Cours spot au 31/10/2014	4.90	-
VWAP depuis l'annonce	4.94	(0.8%)
Références non affectées par l'Offre Publique d'Achat		
Dernier jour avant l'Offre (23/05/2014)	4.01	22.2%
Moyenne 1 mois	3.92	24.9%
Moyenne 3 mois	3.77	29.9%
Moyenne 6 mois	3.66	33.8%
Moyenne 1 an	3.18	53.9%
Minimum sur 1 an - 24/06/2013	2.32	111.2%
Maximum sur 1 an - 14/05/2014	4.05	21.0%
Cours cibles des analystes		
Entre l'annonce des résultats 2013 et l'annonce de l'Offre Publique d'Achat	4.40	11.4%
Entre l'annonce des résultats du H1 2014 et l'annonce de l'Offre	4.90	-
Actualisation des flux de trésorerie disponibles		
Plan One Bull ajusté	3.26	50.3%
Plan Atos	2.70	81.4%
Moyenne	2.98	64.4%
Application des multiples de comparables boursiers		
<u>Plan One Bull ajusté</u>		
VE / EBITDA 2014	3.45	42.1%
VE / EBITDA 2015	4.07	20.3%
VE / EBIT 2014	2.99	64.1%
VE / EBIT 2015	3.76	30.2%
<u>Plan Atos</u>		
VE / EBITDA 2014	3.08	58.9%
VE / EBITDA 2015	3.39	44.4%
VE / EBIT 2014	2.53	93.7%
VE / EBIT 2015	2.86	71.6%
Application des multiples de transactions comparables		
<u>Agrégats 2013 publiés</u>		
VE / EBITDA	4.00	22.4%
VE / EBIT	2.95	66.0%
<u>Agrégats 2013 normalisés</u>		
VE / EBITDA	3.23	51.7%
VE / EBIT	2.03	141.1%

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Bull initée par la société Atos SE

Rapport de l'Expert indépendant

Sommaire

1. Présentation de l'opération	3
1.1 Contexte et termes de l'Offre	3
1.2 Sociétés concernées par l'opération	3
1.21 Présentation de la société initiatrice	3
1.22 Présentation de la Société objet de l'Offre	4
2. Déclaration d'indépendance	15
3. Diligences effectuées	15
4. Evaluation des actions de la société Bull	16
4.1 Méthodes d'évaluation écartées	17
4.11 Actif net comptable (ANC)	17
4.12 Actif net réévalué (ANR)	17
4.13 Méthode du rendement	17
4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titres principal et secondaire	17
4.21 Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital (à titre principal)	19
4.22 Actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)	19
4.23 Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)	25
4.3 Méthodes d'évaluation présentées à titre d'information	28
4.31 Multiples observés lors de transactions comparables	28
4.32 Référence au cours de bourse	29
5. Valorisation des synergies	32
5.1 Présentation des synergies attendues	32
5.2 Valorisation des synergies raisonnablement attribuables à Bull	32
6. Analyse des accords prévus dans le cadre de l'Offre	33
6.1 Convention de prestation de services entre Crescendo Industries et Atos	33
6.2 Accords de liquidité concernant les stock-options et actions gratuites et de performance	34
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information	35
7.1 Présentation des méthodes écartées	35
7.2 Présentation des méthodes retenues	35
7.3 Données financières	35
7.31 Nombre de titres retenus	35
7.32 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	35
7.4 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	36
7.41 Prévisions retenues	36
7.42 Paramètres financiers	36
7.43 Résultats	37
7.5 Méthodes analogiques	37
7.51 Méthode des comparables boursiers	37
7.52 Méthode des transactions comparables	38
7.6 Analyse du cours de bourse et des objectifs des analystes	38
7.7 Prise en compte des synergies	38
8. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert	39
8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	39
8.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	39
ANNEXES	41

Rapport de l'Expert indépendant

Nous avons été désignés, le 23 septembre 2014, par la société Bull (la « Société ») après consultation des membres de son Conseil d'administration, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions offertes par la société Atos SE (l'« Initiateur », « Atos ») aux actionnaires de la Société, dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« Offre ») sur les actions de la Société.

Cette Offre fait suite à une offre publique d'achat annoncée par Atos le 26 mai 2014, ouverte du 27 juin au 31 juillet 2014 et ré-ouverte du 25 août au 9 septembre 2014, qui a permis à Atos d'obtenir 94,82 % du capital de Bull (le seuil de 95 % ayant été dépassé suite à des achats sur le marché et par acquisition de blocs entre le 19 septembre et le 1^{er} octobre 2014).

Le prix proposé aux actionnaires de la société Bull s'établit à 4,90 euros par action.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société et dans la perspective du retrait obligatoire sur les titres de la Société.

Il nous appartient de nous assurer que les conditions proposées aux actionnaires de Bull désormais filiale à plus de 95 % d'Atos sont équitables dans le cadre d'un retrait obligatoire.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2013. Les comptes semestriels au 30 juin 2014 ont fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte et termes de l'Offre

Le 26 mai 2014, Atos et Bull ont présenté un projet de rapprochement amical dans le cadre duquel Atos a déposé une offre publique d'achat sur les actions et les OCEANES de Bull au prix de 4,90 euros par action et 5,55 euros par OCEANES¹. A l'issue de l'offre, ouverte du 27 juin au 31 juillet 2014, Atos détenait 84,3 % du capital et 18,4 % des OCEANES. Après une période de réouverture de l'offre, Atos a annoncé le 19 septembre 2014 détenir 94,8 % du capital et 20,3 % des OCEANES.

Atos a ensuite acquis sur le marché et par achat de blocs 906 672 actions Bull au prix de 4,90 euros par action, portant sa participation à 95,56 % du capital de Bull.

Détenant désormais plus de 95 % des droits de vote de Bull, Atos a annoncé le 2 octobre dernier son intention de lancer une offre de retrait, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, sur les actions Bull au prix de 4,90 euros par action.

La Société a annoncé le 26 octobre 2014 que les OCEANES non apportées à l'offre initiale seraient remboursées par anticipation au prix de 15,08 euros par OCEANE (intérêts courus compris) le 1^{er} décembre 2014², soit avant le lancement de la présente offre publique de retrait. Ce remboursement a été rendu possible par l'exercice d'une clause de remboursement anticipé de la dette et n'est donc pas constitutif d'une transaction sur le capital.

1.2 Sociétés concernées par l'opération

1.21 Présentation de la société initiatrice

Atos SE (Société Européenne) est un acteur international des services informatiques présent dans 52 pays et ayant réalisé au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2013 un chiffre d'affaires de 8,6 milliards d'euros. Le groupe compte 76 300 collaborateurs à travers le monde.

L'activité d'Atos est répartie selon quatre lignes de métier :

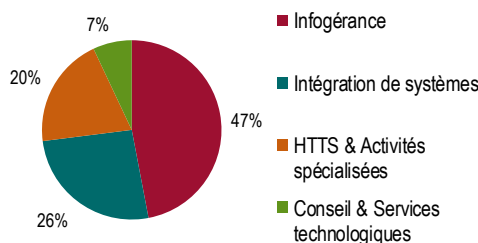
- La fourniture de prestations d'infogérance (comprenant les services d'infrastructure, le Cloud Computing via notamment sa filiale Canopy, les services applicatifs...)
- L'intégration de systèmes (notamment solutions, gestion des applications, SAP ou ERP, Big Data...)
- Les services transactionnels (paiements électroniques...) notamment via sa filiale Worldline et les prestations d'externalisation des processus-métiers (ligne de service appelée « HTTS & Activités spécialisées »)
- La fourniture de conseils et services technologiques (notamment dans les domaines de la gestion clientèle, stratégie d'application, gestion des processus métiers, approvisionnement)

¹ Les OCEANES Bull ont une valeur nominale unitaire de 15,75 euros ; elles portent intérêt au taux de 0,1 % par an et leur d'échéance est le 1^{er} janvier 2033. Elles sont convertibles à tout moment, par la remise d'une action Bull nouvelle ou existante pour 10 OCEANES Bull.

² Les porteurs d'OCEANES ayant apporté leurs titres à l'offre publique d'achat ou les ayant vendus sur le marché après la date d'annonce de l'offre pourront recevoir un montant complémentaire en numéraire égal à la différence entre le prix du remboursement anticipé et le prix de l'offre publique d'achat.

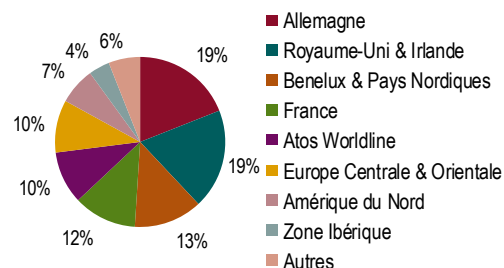
Le chiffre d'affaires 2013 se répartit comme suit :

Ventilation du CA 2013 par ligne de services



Source : Rapport annuel 2013 Société

Ventilation du CA 2013 par zone géographique



Source : Rapport annuel 2013 Société

Atos SE est coté sur le compartiment A du marché Euronext Paris et sa capitalisation boursière ressort à 5,56 milliards d'euros au 31 octobre 2014.

1.22 Présentation de la Société objet de l'Offre

Bull est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 12 242 839,7 euros divisé en 122 428 397 actions, de 0,10 euro de valeur chacune. Elle a été introduite en bourse en 1997, et ses actions sont actuellement cotées sur le compartiment B du marché Euronext Paris (code ISIN FR0010266601).

1.221 Activité

Créé en 1931, Bull est un groupe spécialisé dans le développement, la construction et l'intégration de matériels et de systèmes informatiques. Bull est un des acteurs européens clés du secteur, notamment en ce qui concerne les supercalculateurs (HPC)³ et les serveurs d'entreprise haut de gamme.

Le groupe emploie plus de 9 000 personnes et a réalisé un chiffre d'affaires de 1,26 milliard d'euros au cours de l'année 2013 (1,29 milliard d'euros pour l'année 2012).

Jusqu'au 31 décembre 2013, Bull était structuré autour de quatre domaines d'activités clés (ou *Business Lines*) :

- **Computing Solutions** (60 % du CA 2013, 3 401 employés) : Architecte, intégrateur et infogérant⁴ de data centers, dédié à concevoir, bâtir et gérer des infrastructures critiques, des infrastructures HPC et des solutions Cloud
- **Business Integration Solutions** (25 % du CA 2013, 3 596 employés) : conseil, intégration et maintenance d'applications métiers critiques, notamment pour le secteur public, les télécoms, la finance, la sécurité intérieure, l'énergie, les transports et la santé
- **Security Solutions** (10 % du CA 2013, 1 170 employés) : Activités concernant la cybersécurité, les systèmes critiques⁵ (conception, conseil et intégration des solutions) et la guerre électronique⁶

³ Un ordinateur conçu pour atteindre les plus hautes performances possibles avec les technologies connues lors de sa conception, en particulier en termes de vitesse de calcul (High-Performance Computing ou Calcul à haute performance)

⁴ Infogérance (ou outsourcing) vise à confier à un prestataire informatique tout ou partie du système d'information d'un client

- **Innovative Products** (5 % du CA 2013, 738 employés) : Conçoit et fournit des supercalculateurs HPC et des serveurs haut-de-gamme dédiés à la simulation numérique, aux applications critiques, au Big Data⁷ et au Cloud⁸. La division propose trois gammes de produits à forte valeur ajoutée : Extreme computing⁹ (Bullx), Novascale (Mainframes¹⁰ et serveurs haut de gamme) et Bullion¹¹

Le 20 janvier 2014, Bull a annoncé la mise en œuvre du plan de développement *One Bull* qui s'étend sur la période 2014-2017.

Ce plan, présenté plus précisément au paragraphe 4.221 ci-après, vise à recentrer l'activité du groupe autour des enjeux du Cloud et du Big Data, et à en faire un partenaire privilégié de la gestion et de la sécurisation des données des entreprises au travers du développement d'offres globales.

Dans le cadre de ce recentrage et afin d'améliorer la lisibilité du groupe, Bull a réorganisé ses activités et les a désormais regroupées en deux segments, équilibrés en termes de chiffre d'affaires :

- **Data Infrastructure (626 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2013) :** regroupe les activités de conception, de déploiement et de maintenance d'infrastructures, de centres de données, de serveurs et d'équipements hautes performances ainsi que des supercalculateurs (« HPC & Appliance », « Data center solutions », « Maintenance & Support »)
- **Data Management (636 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2013) :** regroupe les activités d'intégration de systèmes applicatifs et de solutions de **sécurité** ainsi que les services de gestion de **cloud** privé (« Integration », « Security », « Cloud operations »)

Au niveau géographique, Bull est présent dans plus de 50 pays dans le monde. Toutefois, le Groupe réalise 85 % de son chiffre d'affaires en Europe, et plus particulièrement en France (55 % du chiffre d'affaires 2013).

⁵ Système dont la panne peut avoir des conséquences dramatiques (morts ou blessés graves), des dégâts matériels importants, ou des conséquences graves pour l'environnement

⁶ Solutions d'exploitation du spectre électromagnétique (ondes) face à des menaces militaires ou terroristes

⁷ Correspond à l'analyse des données informatiques de taille volumineuse (messages sur les médias sociaux, enregistrements transactionnels d'achats...), données souvent non structurées et produites en temps réel sous internet et dans le cloud computing

⁸ Désigne un ensemble de processus qui consiste à utiliser la puissance de calcul et/ou de stockage de serveurs informatiques distants à travers un réseau, généralement Internet. Il permet l'accès, via un réseau de télécommunications, à la demande et en libre-service, à des ressources informatiques partagées configurables. Il s'agit d'une dématérialisation de l'infrastructure informatique

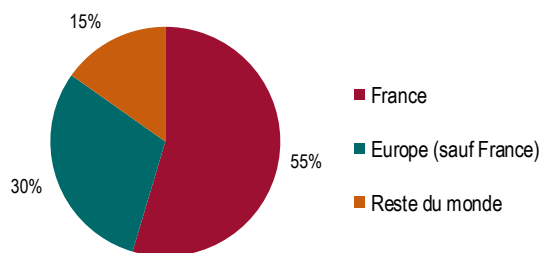
⁹ Solutions de Calcul haute performance de Bull

¹⁰ Ordinateur puissant qui centralise les données et les traitements d'un système d'information

¹¹ Famille de serveurs conçus par Bull pour optimiser la virtualisation d'applications critiques des entreprises et pour bâtir des infrastructures de cloud computing privé

Rapport de l'Expert indépendant

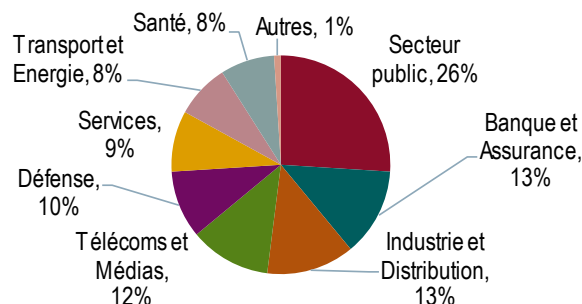
Ventilation du chiffre d'affaires 2013 par zone géographique



Source : Rapport annuel 2013 Société

Bull propose ses solutions d'intégration de systèmes et de sécurité à différents acteurs (Défense, Télécoms et Médias, Banque et Assurance, Transport et Energie...) avec un positionnement renforcé dans le Secteur Public où le groupe réalise 26 % de son chiffre d'affaires.

Ventilation du chiffre d'affaires 2013 par secteur



Source : Rapport annuel 2013 Société

1.222 Analyse du marché

La crise économique de 2008 a fortement impacté le marché des services informatiques, confrontant la plupart des acteurs du secteur à la baisse des dépenses IT des entreprises, obligées de réduire leurs coûts afin de préserver leurs marges. Ce ralentissement des volumes d'activité a conduit à une politique tarifaire plus agressive de la part des acteurs, guerre des prix qui se poursuit encore compte tenu de l'absence de croissance économique.

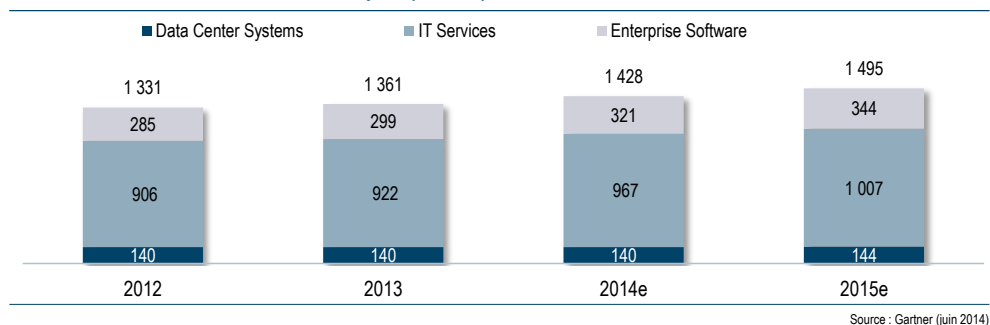
Au niveau mondial, cet impact a été plus contrasté qu'au niveau européen, le marché des services informatiques bénéficiant notamment du développement de marchés émergents comme l'Inde par exemple.

Ainsi, le marché des services informatiques mondial (Data Center Systems, Enterprise Software et IT Services) était en croissance en 2013 (+2,3 %) et s'établissait à 1 361 milliards de dollars.

Selon les projections du cabinet Gartner, ce marché devrait connaître une accélération de sa croissance dans les années à venir et devrait atteindre 1 428 milliards de dollars en 2014 (soit une croissance de 4,9 %) et 1 495 milliards de dollars en 2015 (soit une croissance de 4,7 %)¹².

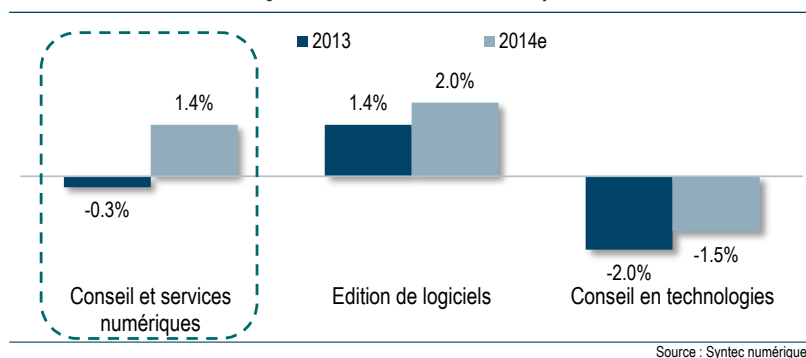
¹² Gartner (juin 2014), <http://www.gartner.com/newsroom/id/2783517>

Marché mondial des services informatiques (en Md\$)



Le marché français du conseil et des services numériques, où le groupe Bull réalise 55 % de son chiffre d'affaires, a quant à lui connu une évolution plus ralentie du fait de la morosité de la conjoncture économique.

Evolution du marché français des services informatiques selon les activités



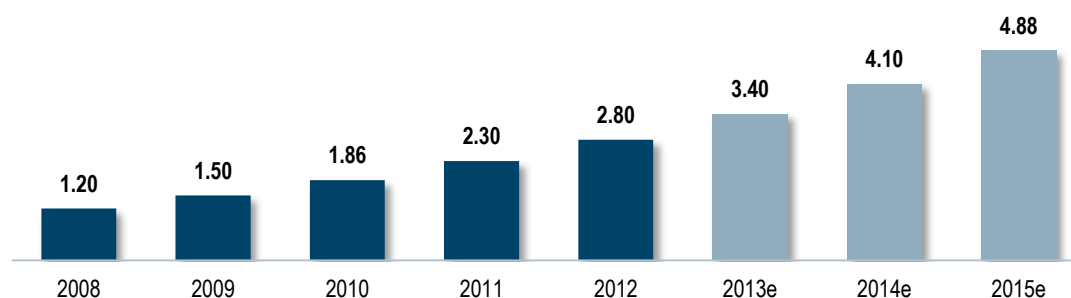
En 2013, le secteur a ainsi subi une légère contraction (-0,3 %). Il devrait néanmoins renouer avec la croissance en 2014, même si celle-ci, à 1,4 %, restera plus modérée qu'au niveau mondial du fait d'une pression toujours importante sur les prix.

Globalement, la croissance du secteur sera tirée par certaines activités en fort développement, telles que le Cloud Computing, le Big Data, l'Internet des Objets (IdO) ou la cybersécurité, domaines dans lesquels Bull dispose d'un réel savoir-faire.

Ainsi, le marché du Cloud Computing représente aujourd'hui des volumes d'affaires que les analystes estiment être supérieurs à 60 milliards d'euros en 2013¹³. Il devrait connaître une croissance de l'ordre de +30 % par an pour les cinq prochaines années sur tous les segments de marché, et un taux de croissance encore plus important pour les services de Cloud privé dont Bull est un acteur majeur en France et en Europe. En France, ce marché devrait atteindre 4,1 milliards d'euros en 2014 et 4,9 milliards d'euros en 2015, soit une croissance envisagée de 19 %.

¹³ Source: Document de Référence 2013 de la société Atos

Marché français des solutions et services de cloud computing (en Md€)



Source : Xerfi, "Les services informatiques" (avril 2014)

Le Big Data, qui correspond à l'analyse des données informatiques de taille volumineuse (messages sur les médias sociaux, enregistrements transactionnels d'achats...) est également un marché en expansion. Estimé à près de 15 milliards de dollars en 2013, le marché mondial devrait représenter 16,1 milliards de dollars en 2014 et plus de 46 milliards de dollars en 2018, soit une croissance de plus de 25 % par an. Le marché européen du Big Data devrait quant à lui connaître une évolution similaire et atteindre 2,9 milliards de dollars en 2014¹³.

Le marché de l'Internet des objets (IdO) est aujourd'hui aussi en plein développement. En effet, le concept de l'IdO est étroitement lié à celui de la mobilité et fait référence à la fusion des mondes physiques et numériques par la création d'un réseau d'objets connectés qui communiquent entre eux ou avec des ordinateurs et d'autres appareils. Cisco estime que plus de 30 milliards d'objets intelligents seront connectés à Internet d'ici à 2020 et selon Gartner, le marché de l'IdO devrait atteindre une valeur de 1 900 milliards de dollars à horizon 2020.

Le développement des usages numériques favorise une croissance de la demande de services et solutions liées à la cybersécurité. La taille de ce marché au plan mondial est estimée à 95,6 milliards de dollars en 2014 et devrait atteindre plus de 155 milliards de dollars en 2019, soit un taux de croissance annuel moyen de 10,3%¹⁴.

Au sein de ces marchés en croissance, sur les niches plus particulièrement visées par Bull, HPC, Cloud sécurisé, ou Plateformes intégrées, le groupe estime la croissance à plus de 30 % par an.

Positionnement de Bull

Le plan *One Bull*, en permettant la réorganisation du groupe en deux segments, Data Infrastructure et Data Management, a pour but notamment d'accentuer la complémentarité et la convergence des différents métiers du groupe.

La stratégie mise en place par Bull à travers ce plan vise ainsi principalement à axer le développement du groupe sur les offres transverses reposant sur le savoir-faire du groupe à la fois dans les infrastructures (dont le HPC), mais aussi dans les segments porteurs du Cloud, du Big Data et de la sécurité.

En effet, maîtrisant les technologies du matériel à la sécurité, du data center à l'intégration d'application, des services Cloud aux services support, Bull est en

¹⁴ Source: MarketsandMarkets Analysis (avril 2014)

mesure d'offrir à ses clients des solutions complètes, clés en main et opérées de « bout en bout ».

Bull se positionne ainsi aujourd'hui comme le seul acteur européen intégré, opérant sur le hardware, le software et les services.

Au niveau géographique, avec 55 % de son chiffre d'affaires réalisé en France et 85 % en Europe, Bull, bien que bénéficiant d'une présence dans une cinquantaine de pays, reste faiblement diversifié.

Le groupe demeure ainsi très majoritairement exposé au marché européen des services informatiques qui devrait connaître dans les prochaines années une croissance plus faible que les autres marchés mondiaux. A titre d'illustration, alors que la croissance attendue du marché européen sur les cinq prochaines années devrait être comprise entre 3 % et 4 % par an, elle devrait être de plus de 4 % par an aux Etats-Unis et de plus de 10 % en Amérique Latine.

Structure du marché et principaux concurrents

Nécessitant une taille critique à l'échelle mondiale et une diversification géographique assise sur des positions locales fortes, le secteur des services informatiques est dominé dans le monde par des acteurs globaux le plus souvent d'origine américaine et japonaise (IBM, HP, Dell, Accenture, Hitachi, Fujitsu, NEC...).

Le secteur des services informatiques français est quant à lui dominé par quelques grandes entreprises françaises ou américaines pour la plupart (les cinq premières sociétés du marché représentaient plus de 16 % du chiffre d'affaires du marché en 2012)¹⁵.

De plus, même si le secteur français des services informatiques reste encore aujourd'hui atomisé (58 721 entreprises en 2011) avec un tissu important de PME, il est marqué depuis quelques années par un important mouvement de consolidation, qui s'est accéléré récemment.

Ce mouvement de consolidation s'explique par deux facteurs :

- l'intensité concurrentielle du secteur combinée aux effets de la crise économique de 2008 ont engendré une forte guerre des prix qui fragilise les plus petits acteurs qui ont besoin de s'adosser pour survivre ;
- afin d'être en mesure de bénéficier des relais de croissance tant au niveau géographique (Asie, Amérique Latine) qu'au niveau des métiers (Cloud, Big Data, IdO), les acteurs du secteur doivent atteindre une taille critique leur permettant une diversification suffisante.

Les groupes Steria et Sopra ont par exemple annoncé en avril 2014 leur rapprochement, tandis que Cap Gemini a finalisé l'acquisition d'Euriware en mai 2014.

Du fait de son positionnement transverse unique, le groupe Bull n'a pas de concurrent attitré mais est confronté à une multitude d'acteurs différents selon les métiers.

¹⁵ Xerfi, Les services informatiques (avril 2014)

Rapport de l'Expert indépendant

Ainsi sur la base de la nouvelle organisation du groupe, les principaux concurrents de Bull aujourd'hui sont les sociétés suivantes :

Data Infrastructure :

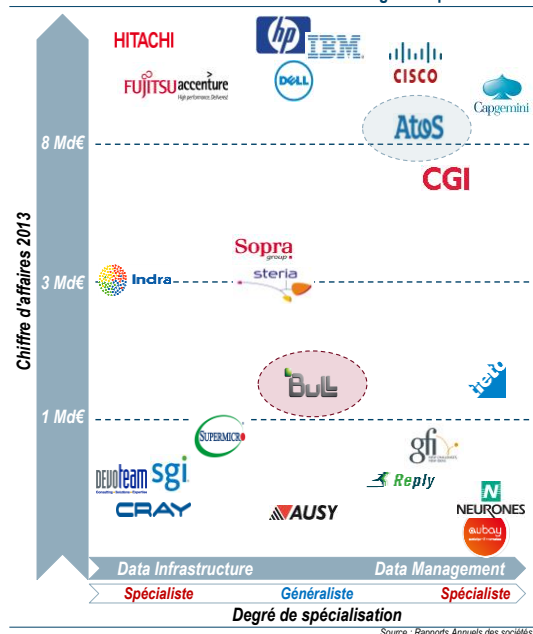
- HPC & Appliances (serveurs haut-de-gamme, supercalculateurs) : IBM, HP, Dell, Fujitsu, SGI, Cray
- Data centers : IBM, HP, Dell, Cisco

Data Management :

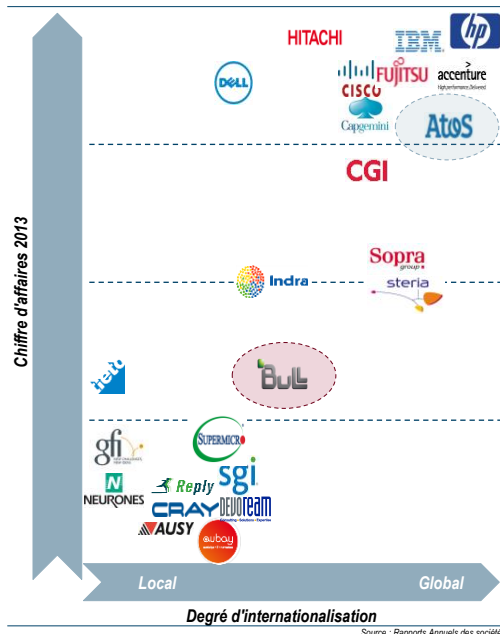
- Integration : Accenture, Capgemini, Atos, CGI, Sopra, Cognizant, Dell, TCS
- Security : certains spécialistes de la Défense (Cassidian, EADS, Thalès) et de nombreuses sociétés de petite taille et très spécialisées
- Cloud : IBM, Accenture, Amazon Web Services, Atos Canopy

Comme le montrent les graphiques suivants, les acteurs intermédiaires tendent à disparaître pour faire émerger deux groupes distincts d'opérateurs, d'une part les géants mondiaux diversifiés, et d'autre part les acteurs hyperspécialisés et disposant d'un fort ancrage national.

Positionnement de Bull en fonction du CA et du degré de spécialisation



Positionnement de Bull en fonction du CA et de l'internationalisation



Rapport de l'Expert indépendant

1.223 Analyse SWOT

FORCES	FAIBLESSES
- Acteur totalement intégré, bénéficiant d'un positionnement transverse lui permettant de capter la croissance - Expertise technologique importante sur les nouveaux enjeux à fort potentiel de croissance (Big Data, Cloud, HPC) - Savoir-faire reconnu dans le domaine de la cybersécurité - Portefeuille de clients diversifié	- Absence de taille critique qui ne permet pas à Bull de se prémunir contre la cyclicité du secteur - Absence d'équilibre du positionnement géographique qui ne permet pas au groupe de capter la croissance des marchés émergents (Asie, Amérique Latine) - Génération de cash faible, et situation de trésorerie largement liée à l'affacturage
OPPORTUNITES	MENACES
- Fort développement de nouveaux enjeux à haute valeur ajoutée (Cloud, Big Data, IdO) - Signatures de partenariats stratégiques	- Besoin grandissant des clients pour des services et solution à échelle mondiale - Intensification du contexte concurrentiel au niveau mondial avec la montée en puissance d'opérateurs des pays émergents, notamment indiens - Croissance atone du marché européen et surtout du marché français des services informatiques

1.224 Performances

Performances historiques

Sur les dix dernières années, le groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires relativement faible de 1,1 %, résultant de l'expansion d'activités en développement (sécurité, supercalculateurs) et de recentrages récurrents du portefeuille d'activités.

Durant cette période, la marge d'EBIT avant frais de restructuration et amortissement des incorporels a fluctué dans une fourchette de 1,7 % à 4,1 %. La moyenne est peu significative compte tenu de la comptabilisation de la CVAE¹⁶ en aval de l'EBIT à partir de 2010 (elle représente 0,6 % du chiffre d'affaires en 2013). Sur la période, le groupe a consenti un effort récurrent de restructurations dont les coûts ont représenté en moyenne 1,6 % du chiffre d'affaires.

Bull : analyse historique

En millions d'euro	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CA	1 139	1 173	1 147	1 117	1 133	1 110	1 243	1 301	1 285	1 262
Ebit *	41	38	20	25	30	28	39	47	54	47
% CA	3,6%	3,2%	1,7%	2,2%	2,7%	2,5%	3,1%	3,6%	4,2%	3,7%
Frais de restructuration	-3	-27	-33	-19	-22	-14	-14	-16	-7	-12
Ebit après frais de restructuration	38	11	-13	6	8	13	25	31	47	35
% CA	3,3%	1,0%	-1,1%	0,6%	0,7%	1,2%	2,0%	2,4%	3,7%	2,7%

* : avant amortissement des incorporels (allocation du prix d'acquisition d'Amesys) à partir de 2010

¹⁶ La Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) a remplacé partiellement en 2010 la Taxe professionnelle comptabilisée dans l'EBIT

Le plan BullWay : période 2011-2013

Fin 2010, le groupe a annoncé la mise en place du plan BullWay portant sur la période 2011-2013. Basé sur le constat de la croissance soutenue des besoins de traitement des données numériques, ce plan avait pour objectif de positionner Bull, grâce à son expertise technologique en matière de puissance de calcul et de sécurité, comme le « *leader européen des systèmes numériques critiques* ».

Ce plan tablait sur une amélioration de la dynamique commerciale soutenue par des offres mieux différenciées, le développement de partenariats, et une organisation en 4 business lines mondiales mieux adaptée aux besoins des clients (computing solutions, business integration solutions, security solutions et innovative products – cf description p.6). L'objectif était d'atteindre un chiffre d'affaires compris entre 1,35 et 1,45 milliard d'euros, soit une croissance organique annuelle moyenne de 3 à 5 % (50 % plus rapide que le marché).

Grâce à une simplification des processus et une meilleure maîtrise des coûts, l'EBIT devait presque doubler et se situer en 2013 entre 50 et 60 millions d'euros.

Le plan BullWay n'a pas atteint ses objectifs en termes de chiffre d'affaires, du fait d'une conjoncture économique plus difficile en France à partir de 2012. Ainsi entre 2010 et 2013 le chiffre d'affaires consolidé du groupe Bull a connu une croissance annuelle moyenne de 0,5 % par an, passant de 1 243 millions d'euros à 1 262 millions d'euros (la croissance de 4,6% en 2011 ayant été compensée par des baisses de 1,2 % en 2012 et 1,8 % en 2013).

Les relais de croissance (Innovative products et Security solutions) ont enregistré des progressions annuelles moyennes de 5 % et 3,6 % respectivement, alors que l'activité d'intégration de systèmes a progressé de 0,9 % seulement et la branche Computing solutions a enregistré une légère baisse (-0,5 % en moyenne).

Globalement, la marge brute s'est dégradée sur la période, passant de 22,4 % à 21,5 % compte tenu de la pression sur les prix, particulièrement en France. La marge contributive (marge brute moins coûts affectés) est, elle, restée stable à 7,7 %. Elle s'est améliorée dans les branches Computing Solutions et Security Solutions, est restée stable pour Business Integration Solutions (à un niveau cependant très faible du fait de l'absence de taille critique dans cette activité) et s'est sensiblement dégradée dans la branche Innovative products. Cette dernière reste cependant la branche la plus profitable avec une marge contributive de plus de 20 % du chiffre d'affaires mais elle est soumise à une forte pression sur les prix (à prix égal, la puissance des équipements double tous les ans).

Le groupe a maintenu en 2011, 2012 et 2013 un effort de recherche et développement très significatif, représentant plus de 70 millions d'euros par an. Les contributions des clients et des partenaires à ces frais ainsi que le Crédit Impôt Recherche permettent de réduire sensiblement le montant net qui a atteint 12,5 millions d'euros en 2013 (1,0 % du chiffre d'affaires contre 1,4 % en moyenne sur la période).

Les coûts fonctionnels et transverses ont été bien maîtrisés sur la période passant de 4,9 % du chiffre d'affaires en 2010 à 4,2 % en 2013. Cela a permis à la marge d'EBIT de s'améliorer, de 2,9 % en 2010 à 3,6 % en 2013¹⁷. L'objectif du plan BullWay a été atteint en 2012, avec un EBIT de 52 millions d'euros. La dégradation de l'activité en 2013 a réduit l'EBIT à 44,8 millions d'euros, en deçà de l'objectif. Le management nous a indiqué par ailleurs que l'EBIT et l'EBITDA intégraient en 2013 environ 10 millions d'euros d'éléments positifs non récurrents liés à des reprises de provisions.

Sur la période, les coûts de départ, la dépréciation partielle du goodwill d'Amesys et les pertes de Numergy¹⁸ ont par ailleurs pesé sur le résultat.

Le résultat net est compris sur la période entre -1,3 % et 2,2 % du chiffre d'affaires. Il a atteint 11,2 millions d'euros en 2013 en baisse de 61 %.

Synthèse du compte de résultat

M€	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires	1 243,1	1 300,7	1 285,2	1 261,6
% du CA		4,6%	-1,2%	-1,8%
Marge Brute	278,3	289,9	294,4	271,2
% du CA	22,4%	22,3%	22,9%	21,5%
EBITDA	64,0	64,2	82,4	65,0
% du CA	5,1%	4,9%	6,4%	5,2%
D&A	28,5	20,5	30,3	20,2
EBIT	35,5	43,7	52,1	44,8
% du CA	2,9%	3,4%	4,1%	3,6%
Résultat opérationnel	24,6	5,4	49,8	27,8
% du CA	2,0%	0,4%	3,9%	2,2%
Résultat net	6,6	-16,4	28,5	11,2
% du CA	0,5%	-1,3%	2,2%	0,9%
dont part du Groupe	6,5	-16,5	28,6	10,9
dont part des minoritaires	0,1	0,1	-0,1	0,3

Source : Rapports annuels de la Société

Performances de la société au premier semestre 2014

En janvier 2014, le management de la Société a présenté le plan stratégique *One Bull* couvrant la période 2014-2017. Ce plan qui s'inscrit dans la continuité de BullWay est fondé sur le recentrage des activités autour des enjeux du cloud et du big data. Le cœur de métier est défini comme l'intégration et la gestion des systèmes hautes performances et des solutions sécurisées de traitement et de valorisation des données informatiques. Opérationnellement cela se traduit par la refonte des activités en deux segments opérationnels «Data Infrastructure» et «Data Management». Grâce aux économies de coûts prévues et à une meilleure efficacité, le plan table sur une marge d'EBIT de 7 % en 2017. Il est décrit plus en détail, avec les données financières du plan d'affaires au paragraphe 4.221 ci-après.

¹⁷ A partir de 2010, l'EBIT intègre l'amortissement des actifs incorporels identifiés lors de l'allocation du prix d'acquisition de Amesys (1,8 millions d'euros en 2013). Retraitée de cet élément, la marge d'EBIT passe de 3,1 % en 2010 à 3,7 % en 2013.

¹⁸ Numergy est la société créée en 2012 par Bull et SFR dans le cadre du projet Andromède de cloud souverain français. Elle a réalisé 17,9 millions d'euros de pertes en 2013. Bull détient 20 % du capital de Numergy.

Le chiffre d'affaires du premier semestre de l'exercice 2014 s'élève à 585,4 millions d'euros en baisse de 3,4 % (-2,6 % à taux de change constants). Cette évolution défavorable découle d'une forte baisse dans la branche Data Infrastructure (-10 % à 262,4 millions d'euros) due à la faiblesse des investissements dans les infrastructures et à la plus grande sélectivité sur les contrats à faible marge en raison de la mise en place du plan *One Bull*. En revanche, le chiffre d'affaires de la branche Data Management a atteint 322,9 millions d'euros en progression de 2,7 % porté essentiellement par le cloud privé alors que les activités de sécurité et d'intégration de systèmes ont enregistré une légère baisse. Dans les deux branches, les prises de commande sont bien orientées, progressant de 5,9 % pour Data Infrastructure et de 8 % pour Data Management.

L'EBIT¹⁹ a progressé de 26,3 % à 14,4 millions d'euros soit une progression de la marge de près de 60 points de base à 2,46 %. Cette amélioration est due à la hausse de 140 points de base de la marge brute qui a été homogène dans l'ensemble des métiers. Dans la division Data Infrastructure, l'amélioration a été due en particulier au retrait des contrats à faible marge. Les charges opérationnelles ont été quasiment stables à 111,5 millions d'euros, expliquant la forte hausse de l'EBIT.

Les charges de restructuration ont atteint 62,1 millions d'euros dont 56,9 millions d'euros liés au plan *One Bull*, en ligne avec les estimations données lors de la présentation du plan. Le résultat net part du groupe est ainsi déficitaire de 60,4 millions d'euros.

Structure financière et gestion du BFR

Compte tenu du recours à l'affacturage, la Société se trouve structurellement en excédent de fonds de roulement au 31 décembre. Ainsi à fin 2013, l'excédent en fonds de roulement atteignait 57,8 millions d'euros. Cette situation s'est néanmoins réduite depuis 2010 compte tenu de l'augmentation des créances fiscales de crédit impôt recherche (« CIR »), remboursables dorénavant au bout de 3 ans lorsqu'il n'a pas pu être imputé sur des bénéfices. A fin 2013, la créance s'établit à 80,8 millions d'euros. Après retraitement de l'affacturage et normalisation de la créance de CIR, le BFR s'établit à 53,5 millions d'euros à fin 2013 soit 15,3 jours de chiffre d'affaires.

Au 30 juin 2014, le besoin en fonds de roulement atteint 19,5 millions d'euros et 84,9 millions d'euros après retraitements (affacturage et créance de CIR).

La situation de trésorerie excédentaire (75,8 millions d'euros au 30 juin 2014) est due largement au recours régulier à l'affacturage (qui représente 146,9 millions d'euros au 30 juin 2014). Après retraitement de l'affacturage, Bull se trouve ainsi en situation de dette nette.

La situation financière de Bull s'est dégradée au fil des années du fait de la baisse régulière du flux opérationnel de trésorerie. Notons cependant que le premier semestre constitue un point bas de cash du fait de l'évolution du BFR.

¹⁹ A partir de 2014, l'EBIT est présenté avant amortissement des actifs incorporels liés à l'allocation du prix d'acquisition d'Amesys.

Les capitaux propres s'établissent à 71 millions d'euros au 30 juin 2014. Ils sont inférieurs au montant des écarts d'acquisition qui s'établissent à 105,9 millions d'euros (dépréciés à hauteur de 31 %), dont plus de la moitié pour Amesys acquise en 2009 (54,4 millions d'euros). Les autres actifs sont constitués principalement d'actifs corporels (63,8 millions d'euros dont 58 % de terrains et constructions correspondant à de l'immobilier d'exploitation) et financiers (31,4 millions d'euros, dont 20,9 millions d'euros de prêts et avances et 7,7 millions d'euros de participations dans les entreprises associées (Numergy²⁰ et Seres)).

2. Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie Corporate Finance (« RLCF ») n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

RLCF ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec les établissements présentateurs de l'Offre, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF. La liste des expertises indépendantes réalisées par RLCF au cours des deux dernières années figure en annexe 2, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

RLCF atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

Pour une parfaite information, nous mentionnons que RLCF a réalisé une mission d'expertise indépendante pour le compte du Conseil d'administration de la Société en mars 2012, antérieure donc de plus de 18 mois à la date du présent rapport, et a été sollicité depuis lors par la Société pour une mission d'évaluation d'une société tierce sans rapport avec la présente Offre, qui n'a pas abouti, n'a pas donné lieu à signature d'une lettre de mission et n'a pas fait l'objet de facturation.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation de Bull ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans la note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes, documents de référence, communiqués ...) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2013. En particulier nous avons vérifié que ces comptes avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

²⁰ Bull a souscrit à une augmentation de capital de Numergy à hauteur de 45 millions d'euros dont 11,3 millions d'euros ont été libérés en 2012. Le solde de 33,7 millions d'euros sera libéré en fonction des besoins de Numergy.

Nous avons également pris connaissance des comptes intermédiaires au 30 juin 2014 qui ont fait l'objet d'une revue limitée des commissaires aux comptes, au terme de laquelle aucune réserve n'a été formulée.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la société cible et ses conseils ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- le contexte de l'offre initiale d'Atos ;
- l'évolution de l'activité, et les perspectives de développement de la Société à moyen et long terme.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des établissements présentateurs de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de note d'information conjointe. Nous avons dans ce cadre discuté à plusieurs reprises avec les représentants des établissements présentateurs.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

4. Evaluation des actions de la société Bull

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation des établissements présentateurs nous ont été communiqués en cours de mission.

La présente Offre concerne une société qui est désormais contrôlée à plus de 95 % par l'Initiateur. La prise de contrôle étant récente, nous avons procédé à une évaluation de la Société stand-alone fondée sur les projections d'activité et de résultat présentées par le management de Bull avant le lancement de l'offre publique d'achat (plan *One Bull*), et évalué séparément la quote-part de synergies attribuable à Bull dans le cadre de l'opération. Nous avons également étudié l'impact sur nos travaux de la prise en compte des projections élaborées par l'Initiateur sur l'activité future de Bull (plan Atos) avec un taux d'actualisation adapté.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

4.11 Actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est reflétée que partiellement au bilan consolidé de la société Bull.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) s'établit à 71,0 millions d'euros au 30 juin 2014 pour 122,3 millions d'actions en circulation, soit une valeur par action égale à 0,58 euros.

4.12 Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs.

Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société de services informatiques, dont les actifs sont principalement immatériels (capital humain, relations clients). Ce type d'actif est plus correctement valorisé par l'approche des flux futurs actualisés mise en œuvre par ailleurs.

Par ailleurs, nous n'avons pas identifié de plus-value latente significative dans les actifs immobiliers qui sont constitués d'immeubles d'exploitation situés dans des zones peu valorisables, et dont la cession nécessiterait des travaux importants de remise en état ainsi qu'une relocalisation de l'exploitation dans de nouveaux locaux.

Dans le cadre de l'opération, l'Initiateur a en revanche identifié des synergies liées à l'immobilier (relocalisation de certaines équipes de Bull et Atos dans des locaux communs) que nous avons évaluées par ailleurs.

4.13 Méthode du rendement

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes prévisionnels, ou à capitaliser à l'infini le dernier dividende connu.

La Société n'ayant pas distribué de dividende sur la période récente et ayant indiqué ne pas envisager de le faire dans un futur proche, cette méthode est inapplicable.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titres principal et secondaire

Pour évaluer la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère intégrant les méthodes d'évaluation et références suivantes :

Nombre de titres de référence

Le capital de la société est composé de 122 428 397 actions en circulation (au 4 septembre 2014).

La société a attribué des plans de stock-options et des plans d'attribution d'actions gratuites donnant potentiellement lieu à la création de 7 046 250 actions nouvelles (5 636 250 au titre des stock-options et 1 410 000 au titre des actions gratuites).

Nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions totalement dilué de 129 474 647 actions.

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est calculé à partir de la situation au 30 juin 2014. Il correspond à une situation de dette nette ajustée de 157,6 millions d'euros et intègre les principaux éléments suivants :

- la trésorerie financière nette au 30 juin 2014, soit 75,8 millions d'euros ;
- le cash lié à l'exercice des stock-options depuis le 30 juin 2014, soit 0,4 millions d'euros ;
- les autres actifs considérés comme liquides représentant une valeur de 20,5 millions d'euros ;
- le produit de l'exercice des stock-options non encore exercés représentant 21,6 millions d'euros ;

et venant diminuer la trésorerie :

- le retraitement de la trésorerie perçue au titre de l'affacturage, soit 146,9 millions d'euros ;
- la valeur des provisions à caractère de dette représentant 13,1 millions d'euros ;
- le montant des provisions pour avantages postérieurs à l'emploi (hors France) correspondant à des plans fermés n'ayant plus d'incidence sur le résultat opérationnel, pour 114,9 millions d'euros ;
- les intérêts minoritaires pour 0,9 millions d'euros.

Par ailleurs, nous avons traité les actifs fiscaux (déficits reportables et recouvrement des créances de CIR et CICE) directement dans les flux des deux plans d'affaires utilisés qui en raison de leurs perspectives de croissance et de marges différenciées permettent une absorption plus ou moins rapide de ces derniers.

Au titre des déficits reportables nous avons repris le montant de 2,0 milliards d'euros au 30 juin 2014 que nous avons décoté de 10 % après discussion avec le management de Bull en raison des risques pesant sur la capacité à récupérer certains de ces déficits (fermetures d'entités portant des déficits dans le cadre du plan *One Bull*, déficits liés à des filiales non opérationnelles).

Dans le cadre du plan *One Bull*, le montant actualisé de l'économie d'impôt liée au recouvrement des déficits reportables s'établit selon nos estimations à 136 millions d'euros.

Dans le cadre du plan Atos, en raison d'une base imputable moins importante à court-terme, le montant actualisé de l'économie d'impôt liée au recouvrement des déficits reportables s'établit selon nos estimations à 107 millions d'euros.

De même nous avons modélisé l'encaissement des autres créances fiscales nées des décalages de remboursement du CIR et du CICE, au-delà de la créance prise en compte dans le BFR normatif, sans intégrer de risque de perte ou de remise en cause de ces créances.

Nous n'avons pas pris en compte dans la dette nette le remboursement anticipé des OCEANES qui a un impact négligeable sur la valeur du titre (moins de 0,01 euro par action).

4.21 Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital (à titre principal)

Le 26 mai 2014, Atos a annoncé le lancement d'une offre publique d'achat sur toutes les actions émises et en circulation composant le capital ainsi que les OCEANES du Groupe Bull.

Préalablement à cette annonce deux engagements d'apport d'actions à l'offre publique, représentant 24,17 % du capital et des droits de vote, avaient été signés, l'un avec Crescendo Industries, l'autre avec Pothar Investments, deux sociétés liées à Philippe Vannier, Président Directeur Général de Bull.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) ayant déclaré conforme cette offre publique d'achat le 25 juin 2014, celle-ci s'est ouverte du 27 juin au 31 juillet 2014 inclus au prix de 4,90 euros par action Bull et 5,55 euros par OCEANES Bull²¹.

A l'issue de cette offre Atos a obtenu 84,25 % du capital de Bull S.A.

L'offre a par la suite été réouverte sur la période allant du 25 août au 9 septembre 2014 dans les mêmes conditions. Atos a ainsi pu porter sa participation à 94,82 % au 18 septembre 2014, y compris par l'acquisition sur le marché et par acquisition de blocs, au prix de 4,90 euros par action, de 3 803 914 actions.

Entre le 19 septembre et le 1^{er} octobre Atos a acquis sur le marché 906 672 actions à un prix de 4,90 euros par action, lui permettant de porter sa participation à 95,56 %, permettant de mettre en œuvre la présente Offre de retrait.

Ces transactions, au prix de 4,90 euros par action, ayant permis d'acquérir plus de 95 % du capital, constituent ainsi une référence essentielle.

4.22 Actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette analyse est réalisée sur la Société « stand alone », les synergies liées à l'opération étant analysées au paragraphe 5 ci-après.

²¹ A l'issue de la période de réouverture de l'offre publique d'achat, Atos détenait 11 871 OCEANES soit 20,25 % des titres en circulation. Bull a annoncé les 26 octobre 2014 que les 46 758 OCEANES restant en circulation seront remboursées par anticipation au prix de 15,08 euros par OCEANE (intérêts courus compris) avant l'ouverture de la présente Offre.

4.221 Analyse des plans d'affaires relatifs à la Société

Le plan d'affaires découlant du plan One Bull

La Société nous a communiqué un plan d'affaires couvrant la période 2013 à 2017. Ce plan d'affaires a été établi par le management préalablement à la clôture des comptes au 31 décembre 2013. Il n'a pas été révisé postérieurement à la publication des comptes 2013. Le management nous a confirmé que ceux-ci ne remettaient pas en question les résultats attendus sur la période 2014-2017.

Un budget 2014, élaboré en janvier 2014, et son actualisation à fin août nous ont également été communiqués. Ils sont globalement cohérents avec les perspectives 2014 affichées dans le plan d'affaires, légèrement inférieurs en termes de chiffre d'affaires mais au-dessus des objectifs initiaux en termes d'EBIT.

Le plan d'affaires reflète les orientations du plan de développement *One Bull* présenté en janvier 2014. Ce plan vise à faire de Bull un partenaire privilégié de la gestion et de la sécurisation des données des entreprises, en développant des offres globales adaptées aux enjeux de la transformation numérique.

L'activité sera recentrée autour des enjeux du Cloud et du Big Data, avec pour cœur de métier l'intégration et la gestion des systèmes hautes performances et des solutions sécurisées de traitement et de valorisation des données informatiques.

Les réorganisations (mise en place d'une organisation commerciale unique, nouvelle organisation en deux segments d'activité, réduction du nombre d'unités opérationnelles et regroupement des implantations internationales autour de cinq clusters régionaux) permettront d'améliorer l'efficacité et de générer 30 millions d'euros d'économies par an à horizon 2017. La performance opérationnelle bénéficiera également de la recherche d'un meilleur taux d'utilisation des ressources et du recours à des centres de services. Les investissements en recherche et développement seront centralisés afin de servir au mieux le positionnement visé, et renforcés par un nouveau programme d'investissement iBull.

Le plan d'affaires table ainsi sur une croissance du chiffre d'affaires de 2,3 % par an en moyenne sur la période 2013-2017. La croissance globale devrait être faible durant les premières années du plan compte tenu des cessions d'activité et de l'effort de sélectivité sur la rentabilité des contrats qui entraîneront dans un premier temps une baisse du chiffre d'affaires de la branche Data Infrastructure. Les activités Data Management devraient en revanche progresser sur l'ensemble de la période. A partir de 2017 la croissance de l'activité devrait s'accélérer compte tenu de la fin de l'assainissement du portefeuille d'activité et de la montée en puissance des activités à forte croissance ; la croissance attendue en 2017 est ainsi plus de trois fois supérieure à celle attendue en moyenne sur la durée du plan.

Globalement la marge brute devrait progresser de 130 points de base sur la durée du plan. Cette amélioration serait due essentiellement à l'activité Data Management du fait de la mise en place d'offres globales. Dans l'activité Data Infrastructure, les améliorations dues au développement d'offres technologiques à plus forte valeur ajoutée et aux efforts de productivité devraient être compensées par la pression concurrentielle.

L'effort de recherche et développement net est maintenu sur la durée du plan à hauteur de 1,3 % du chiffre d'affaires. Les charges opérationnelles sont prévues en baisse compte tenu des économies de 30 millions d'euros en année pleine prévues dans le plan *One Bull*. Elles représentent en fin de plan légèrement plus de 14 % du chiffre d'affaires. Au total l'EBIT devrait plus que doubler sur la période 2013-2017 et dépasser légèrement 7 % du chiffre d'affaires en 2017.

Les investissements représenteraient en moyenne 2,6 % du chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires. Ils seraient ainsi légèrement supérieurs au taux de 2,5 % considéré comme normatif par le management.

En termes d'évolution de l'activité et de la rentabilité, ce plan d'affaires apparaît comme volontariste au regard des performances historiques de la Société.

Le plan d'affaires établi par Atos

Nous avons pu discuter avec le management d'Atos de sa vision des perspectives de Bull dans le cadre de son intégration au groupe Atos. Le plan d'affaires a été élaboré durant la phase de préparation de l'Offre initiale du 26 mai 2014, par les opérationnels d'Atos intervenant dans les métiers comparables à ceux de Bull. Il servira de base aux critères de rémunération des responsables des business concernés.

Le plan construit par Atos table sur une croissance annuelle moyenne de 1,3 % entre 2013 et 2017. Ce scénario s'appuie sur une hypothèse de décroissance des activités de Data Infrastructure de 1,3 % par an liée aux pressions sur les prix sur les activités de data centers et à l'attrition de technologies anciennes. Les activités de Data Management progresseraient en revanche de 3,7 % par an grâce au développement du cloud et de la sécurité, et malgré une hypothèse de baisse dans l'intégration.

La marge brute serait en décroissance, perdant 100 points de base sur la période, du fait d'une dégradation significative pour Data Infrastructure soumis à une forte pression sur les prix qui ne serait pas compensée par la montée en puissance de Data Management (dont la marge brute est inférieure de moitié).

Le plan table sur une baisse des frais généraux de 30 millions d'euros identique à celle retenue dans le plan *One Bull*.

Au total l'EBIT progresserait de près de 14 % par an en moyenne sur la durée du plan et la marge s'établirait à 5,6 % en fin de plan (avant charges de restructuration estimées à 5 millions d'euros par an à partir de 2017). L'EBIT ainsi prévu en 2017 est inférieur de 25 % à celui visé par le plan *One Bull*.

4.222 Travaux d'évaluation fondés sur le plan d'affaires *One Bull*

Période d'extrapolation et flux normatif

Compte tenu des niveaux de croissance affichés en 2017 par le plan *One Bull*, ainsi que des perspectives attendues au regard du nouveau mix d'activités, nous avons prolongé la période du plan d'affaires de 3 années pour faire tendre l'activité vers des niveaux plus normatifs. La prolongation du plan d'affaires sur la période 2018-2020 et la détermination de la valeur terminale reposent sur les hypothèses suivantes :

- une convergence de la croissance du chiffre d'affaires vers un niveau de 2 %, permettant de capter sur la période de prolongation une croissance annuelle moyenne de 5,3 % ;
- une convergence de la marge d'EBIT vers un niveau de 7 % ;
- un niveau récurrent de coût de restructuration représentant 1 % du chiffre d'affaires, correspondant à la moyenne sectorielle ;
- une convergence des niveaux de dotations aux amortissements et de CAPEX vers 2,5 %, en ligne avec la moyenne du secteur ;
- un niveau de BFR constant représentant 15 jours de chiffre d'affaires (le premier flux intégrant une ressource liée à la normalisation du BFR) ;
- un taux d'impôt de 33,7 %.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2 % en ligne avec les taux moyens retenus par les analystes couvrant les valeurs du secteur et légèrement supérieur aux estimations d'inflation à long-terme de 1,6 % sur la zone Euro²².

Taux d'actualisation

Compte tenu du faible niveau de la dette purement financière et de la capacité de la société à autofinancer ses investissements en rythme de croisière, nous avons déterminé le taux d'actualisation sur la base du coût des fonds propres de la société.

Le coût des fonds propres a été estimé à 9,2 % sur la base :

- d'un bêta désendetté de 1,16 correspondant à la moyenne des bêtas historiques de l'échantillon de sociétés comparables présenté au 4.23 ci-après (source : Datastream au 31 octobre 2014) ;
- d'une prime de risque de 6,17 % (Associés en Finance, à fin octobre 2014) ;
- d'un taux sans risque, calculé par différence entre le rendement espéré du marché (Associés en Finance, à fin octobre 2014) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 2,02 %.

Une prime spécifique forfaitaire de 2 % a été intégrée pour refléter les risques d'exécution et de mise en œuvre du plan *One Bull* au regard de ses objectifs ambitieux jamais atteints par le passé.

²² Source FMI – prévisions à octobre 2014

Au total, le taux d'actualisation utilisé sur le plan *One Bull* s'élève à 11,2 %.

Pour information, le taux ressortant des estimations des analystes s'inscrit dans une fourchette comprise entre 9,2 % et 12,6 %.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 31 octobre 2014.

Calculs de valeur

Sur ces bases, la valeur d'entreprise s'établit à 556 millions d'euros (dont 62 % sont liés à la valeur terminale). La valeur des fonds propres s'établit à 571 millions d'euros après prise en compte des éléments de dette nette et des économies liées aux déficits reportables et aux crédits d'impôt. La valeur par action ressort à 4,41 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance à l'infini et +/- 0,5 point de taux d'actualisation,
- +/- 0,25 point de marge d'EBIT terminale et +/- 0,5 point de taux d'actualisation,

sont présentées ci-après. Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

Sensibilité Taux d'actualisation et croissance à l'infini

		WACC				
		10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
Taux de croissance long terme	1,5%	4,80	4,49	4,22	3,97	3,74
	1,8%	4,92	4,60	4,31	4,05	3,82
	2,0%	5,04	4,71	4,41	4,14	3,90
	2,3%	5,17	4,82	4,51	4,23	3,98
	2,5%	5,31	4,94	4,62	4,33	4,07

Sensibilité Taux d'actualisation et marge d'EBIT terminale

		WACC				
		10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
Marge d'Ebit	6,5%	4,51	4,20	3,93	3,69	3,47
	6,8%	4,78	4,46	4,17	3,92	3,69
	7,0%	5,04	4,71	4,41	4,14	3,90
	7,3%	5,30	4,95	4,64	4,36	4,11
	7,5%	5,56	5,20	4,87	4,58	4,31

Selon cette méthode, la valeur par action de la société Bull ressort dans une fourchette de 4,14 euros à 4,71 euros, avec une valeur centrale à 4,41 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 11,1 % par rapport à la valeur centrale résultant de l'analyse des flux futurs actualisés du plan *One Bull*.

4.223 Travaux d'évaluation fondés sur le plan d'affaires élaboré par Atos

Période d'extrapolation et flux normatif

Compte tenu des perspectives conservatrices sur l'activité et la rentabilité de Bull à l'horizon 2017 du plan Atos, nous avons prolongé la période du plan d'affaires de 3 années pour d'une part capter une partie de la croissance attendue au-delà de cette période et d'autre part faire tendre l'activité vers des niveaux plus normatifs.

La prolongation du plan d'affaires sur la période 2018-2020 et la détermination de la valeur terminale reposent sur les hypothèses suivantes :

- une convergence de la croissance du chiffre d'affaires vers un niveau de 2 %, avec une croissance annuelle moyenne de 3 % sur la période 2018-2020 ;
- une convergence de la marge d'EBIT vers un niveau de 5 %, niveau cohérent avec un objectif long terme de marge d'EBITDA de 7,5 % selon le management d'Atos ;
- un niveau récurrent de coût de restructuration représentant 5 millions d'euros par an ;
- une convergence des niveaux de dotations aux amortissements et de CAPEX vers 2,5 %, en ligne avec la moyenne du secteur ;
- un niveau de BFR constant représentant 15 jours de chiffre d'affaires (le premier flux intégrant une ressource liée à la normalisation du BFR) ;
- un taux d'impôt de 33,7 %.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2 % en ligne avec les taux moyens retenus par les analystes couvrant les valeurs du secteur et légèrement supérieur aux estimations d'inflation à long-terme de 1,6 % sur la zone Euro²³.

Taux d'actualisation

Le plan d'affaires présenté ci-avant étant appuyé par le groupe Atos, nous considérons que le taux d'actualisation ne doit pas intégrer de prime spécifique. Compte tenu du caractère conservateur du plan, nous avons au contraire intégré une décote de 100 points de base sur le taux pivot de 9,2 % ressortant des paramètres de marché sur le secteur, et retenons un taux d'actualisation de 8,2 %.

Pour information, le taux ressortant des estimations des analystes suivant le titre Atos, s'établit en moyenne à 9 % (en ligne avec le taux pivot de 9,2 %).

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 31 octobre 2014.

Calculs de valeur

Sur ces bases, la valeur d'entreprise s'établit à 580 millions d'euros (dont 70 % sont liés à la valeur terminale). La valeur des fonds propres s'établit à 555 millions d'euros après prise en compte des éléments de dette nette et des économies liées aux déficits reportables et crédits d'impôts, et la valeur par action à 4,29 euros.

²³ Source FMI – prévisions à octobre 2014

Rapport de l'Expert indépendant

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance à l'infini et +/- 0,5 point de taux d'actualisation,
- +/- 0,25 point de marge d'EBIT terminale et +/- 0,5 point de taux d'actualisation,

sont présentées ci-après. Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

Sensibilité Taux d'actualisation et croissance à l'infini

		WACC				
		7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
Taux de croissance long terme	1,5%	4,92	4,44	4,04	3,69	3,38
	1,8%	5,09	4,59	4,16	3,79	3,47
	2,0%	5,28	4,74	4,29	3,90	3,56
	2,3%	5,49	4,91	4,43	4,02	3,66
	2,5%	5,73	5,10	4,58	4,14	3,77

Sensibilité Taux d'actualisation et marge d'EBIT terminale

		WACC				
		7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
Marge d'Ebit	4,5%	4,54	4,07	3,67	3,33	3,04
	4,8%	4,91	4,41	3,98	3,62	3,30
	5,0%	5,28	4,74	4,29	3,90	3,56
	5,3%	5,64	5,07	4,59	4,18	3,82
	5,5%	6,00	5,39	4,88	4,45	4,07

Selon cette méthode, la valeur par action de la société Bull ressort dans une fourchette de 3,90 euros à 4,74 euros, avec une valeur centrale à 4,29 euros par action.

A cette valeur doit être ajoutée celle des synergies que nous avons déterminée au paragraphe 5 ci-après.

4.23 Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- Domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique)
- Taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché)
- Niveau et structure des marges
- Perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge

Dans le but de constituer cet échantillon nous avons analysé la présentation par la société de son univers concurrentiel et examiné les notes de brokers sur Bull ou sur le secteur.

Rapport de l'Expert indépendant

Compte tenu des spécificités du secteur d'intervention de Bull, il n'existe pas de société qui lui soit parfaitement comparable. Nous présentons donc cette méthode à titre secondaire.

Nous avons étudié un échantillon de 10 sociétés intervenant dans le secteur des services informatiques et de la sécurité informatique, et considérées par Bull comme faisant partie de ses concurrents.

Nous avons maintenu dans l'échantillon des sociétés de nature variée afin de refléter les différents marchés adressés par Bull :

- des sociétés plus diversifiées et de plus grande taille que Bull (Cap Gemini, Atos) qui sont représentatives du marché des entreprises de services du numérique ;
- des sociétés de taille intermédiaire (comparable à celle de Bull) : Indra Sistemas et Tieto qui sont notamment présentes sur le segment « *Data Infrastructure* » ;
- des sociétés de taille moindre que celle de Bull (Devoteam et Aubay) qui sont notamment présentes sur le segment « *Data Management* » ;
- et des sociétés spécialisées dans la sécurité informatique (Exelis et Mantech) ou positionnées sur des marchés à fort relais de croissance comme le « *High Performance Computing* » (Super Micro Computer et Cray).

Les profils de croissance du chiffre d'affaires et de taux de marges des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Croissance du chiffre d'affaires et marges

Société	CA			EBITDA				EBIT			
	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e	2013	2014e	2015e	2016e
Echantillon 1 : large caps											
Cap Gemini	3%	4%	4%	10%	11%	11%	12%	8%	9%	9%	9%
Atos	3%	10%	2%	10%	11%	12%	12%	7%	7%	8%	8%
Echantillon 2 : mid caps											
Indra Sistemas	1%	3%	4%	9%	9%	10%	10%	7%	7%	8%	8%
Tieto	-9%	-1%	2%	11%	12%	14%	15%	6%	8%	10%	10%
Echantillon 3 : small caps											
Devoteam	-5%	-2%	1%	6%	5%	6%	7%	4%	4%	5%	6%
Aubay	17%	8%	3%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	9%
Echantillon 4 : sécurité et relais de croissance											
Exelis	-28%	-5%	0%	12%	16%	17%	17%	10%	12%	12%	13%
Super Micro Computer	28%	11%	2%	6%	8%	8%	na	5%	7%	7%	7%
Cray	14%	11%	8%	9%	8%	10%	11%	6%	5%	7%	8%
Mantech	-22%	-1%	0%	7%	7%	7%	7%	6%	5%	5%	6%
Moyenne	0,3%	4,0%	2,7%	8,9%	9,5%	10,4%	11,2%	6,9%	7,3%	8,1%	8,5%
Mediane	2,2%	3,8%	2,2%	9,2%	9,0%	9,9%	11,3%	6,8%	7,3%	7,7%	8,2%

Source : Datastream, Rapports Annuels des sociétés

La rentabilité de Bull ressort à un niveau inférieur à la moyenne de celle des sociétés de l'échantillon en 2014 mais s'en rapproche à la fin du plan *One Bull*.

Nous n'avons pas retenu dans le calcul des multiples les groupes Steria et Sopra, qui procèdent actuellement à une opération de fusion, mais nous avons intégré l'opération dans l'échantillon des transactions comparables.

Rapport de l'Expert indépendant

Nous avons analysé les multiples d'EBITDA et d'EBIT, usuellement retenus dans le secteur.

Synthèse des multiples boursiers

Société	EBITDA			EBIT		
	2014e	2015e	2016e	2014e	2015e	2016e
Echantillon 1 : large caps						
Cap Gemini	7,3 x	6,8 x	6,3 x	9,3 x	8,5 x	7,8 x
Atos	5,0 x	4,4 x	4,0 x	7,9 x	6,7 x	6,1 x
Echantillon 2 : mid caps						
Indra Sistemas	7,3 x	6,8 x	6,3 x	9,4 x	8,5 x	7,8 x
Tieto	8,8 x	7,2 x	6,9 x	12,0 x	10,1 x	9,8 x
Echantillon 3 : capitalisation boursière inférieure à Bull						
Devoteam	3,5 x	3,0 x	2,7 x	4,2 x	3,5 x	3,1 x
Aubay	5,9 x	5,4 x	5,1 x	6,5 x	5,7 x	5,4 x
Echantillon 4 : sécurité et relais de croissance						
Exelis	6,6 x	6,4 x	6,3 x	8,9 x	8,7 x	8,5 x
Super Micro Computer	9,4 x	8,3 x	na	10,2 x	9,2 x	9,2 x
Cray	25,1 x	17,6 x	14,7 x	42,8 x	25,0 x	19,9 x
Mantech	5,6 x	5,5 x	5,4 x	7,4 x	7,3 x	6,7 x
Moyenne	8,5 x	7,1 x	6,4 x	11,9 x	9,3 x	8,4 x
Mediane	7,0 x	6,6 x	6,3 x	9,1 x	8,5 x	7,8 x

Source : Datastream, Rapports Annuels des sociétés

La valeur d'entreprise (VE) des sociétés de l'échantillon est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible (retraité de la valeur comptable des impôts différés actifs (IDA), actifs financiers, provisions, ainsi que de l'affacturage et des passifs relatifs aux engagements de retraites des plans à prestations définies et arrivant à échéance) et des intérêts minoritaires.

Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 31 octobre 2014 tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois au 31 octobre 2014 ne remettait pas en cause nos conclusions. Nous avons déterminé les multiples 2014, 2015 et 2016 prévisionnels sur la base du consensus IBES.

Pour l'évaluation de Bull, nous retenons, comme pour les sociétés de l'échantillon, la valeur comptable des actifs d'impôts différés. En effet, la plupart des sociétés de notre échantillon disposant de reports déficitaires significatifs dont la valeur n'est pas pleinement représentée au bilan, nous n'avons pas pris en compte par souci d'homogénéité la valeur actuelle des économies d'impôts liées aux déficits reportables de Bull (prise en compte dans les flux dans la méthode DCF). A titre d'information ces derniers représentent une valeur de 0,92 euro par action, nette de la prise en compte de leur valeur comptable.

Compte tenu de l'application des multiples observés à des agrégats avant coûts de restructuration, et des efforts significatifs de restructuration intégrés dans le plan d'affaires de la Société, nous avons tenu compte de la valeur actualisée au taux retenu dans le DCF, des décaissements nécessaires à l'atteinte des objectifs de marge (provisionnés au bilan de Bull mais non inclus dans le passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres puisqu'ils sont inclus dans les flux).

La méthode conduit à des valeurs comprises entre 3,62 et 4,31 euros par action.

Rapport de l'Expert indépendant

Le prix proposé fait ressortir des primes comprises entre 13,6 % et 35,5 % sur ces valeurs.

A titre d'information, nous avons également appliqué les multiples moyens d'EBITDA et d'EBIT observés aux agrégats issus du plan d'affaires de Bull élaboré par Atos dans la perspective de l'intégration de Bull. Les valeurs ressortent entre 2,88 et 3,80 euros par action avant synergies.

4.3 Méthodes d'évaluation présentées à titre d'information

4.31 Multiples observés lors de transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples observés lors de transactions réalisées sur des sociétés comparables.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives aux sociétés objets des transactions. Dans le cas de sociétés non cotées, le degré d'information divulgué est souvent faible.

Au total, nous avons identifié 23 transactions dans le secteur des services informatiques et de la sécurité informatique, sur lesquelles nous avons retenu 14 opérations, réalisées sur les 24 derniers mois, portant sur des sociétés exerçant une activité comparable, au moins partiellement, à celle de Bull.

En raison de la faible comparabilité des cibles, la méthode n'est présentée qu'à titre d'information.

Les transactions identifiées font ressortir les multiples suivants :

Multiples de transaction							
Date	Société Cible	Acquéreur	Deal Value	Devise	EV	x EBITDA	x EBIT
Echantillon 1 : large caps						6,6x	8,3x
mai-12	Logica	CGI Group	1 728,8	£	2 050	6,6x	8,3x
Echantillon 2 : mid caps						6,8x	9,2x
avr.-14	Steria	Sopra	729,7	€	954	6,8x	9,2x
Echantillon 3 : small caps						5,3x	7,0x
juil.-12	Lodestone Management Consultants	Infosys	311,0	CHF	330	n.d.	n.d.
juil.-13	GFI Informatique	Itefin Participation	28,9	€	204	4,4x	5,1x
sept.-13	Osiatis	Econocom Group	157,2	€	160	6,4x	7,1x
févr.-13	Sigma AB	Danir	586	SEK	748	8,0x	9,2x
févr.-13	Northgate Managed Services Limited	Capita plc	n.d.	n.d.	65	4,5x	6,5x
juil.-13	Aedian	Aubay	12,8	€	10	5,5x	6,0x
janv.-12	SiGrade S.p.a	Cedacri s.p.a	4,0	€	3	3,3x	7,8x
juin-13	EG	Axcel IV	1300,0	DDK	n.d.	n.d.	n.d.
mai-12	Capula	Royal Imtech	n.d.	£	n.d.	n.d.	n.d.
Echantillon 4 : sécurité et relais de croissance						11,8x	n.a.
déc.-13	Xyratex Ltd	Seagate Technology	374,0	\$	271	14,1x	n.a.
oct.-13	Backup Technology	Iomart Group	23,0	£	23	9,6x	n.d.
avr.-12	Elinia	Adapt Group	n.d.	£	13	n.d.	n.d.
Moyenne *						7,6x	8,1x

* : moyenne des multiples des 4 échantillons

Source : Rapports annuels des sociétés, communiquées de presse, mergermarket

Compte tenu du faible nombre de transactions de référence extériorisant des multiples d'EBIT, nous avons retenu comme agrégat de référence l'EBITDA.

Rapport de l'Expert indépendant

Les objectifs du plan Bull Way pour 2013 ayant été atteints dès 2012, et les performances de 2013 n'ayant pas confirmé les attentes du fait de facteurs exogènes, nous avons appliqué les multiples aux agrégats 2012 et 2013 (ajustés et non ajustés des éléments exceptionnels). La valeur par action est ainsi comprise entre 2,26 euros et 3,28 euros. Le prix proposé fait donc ressortir une prime comprise entre 49 % et 116 %.

Tout comme pour la méthode des comparables boursiers ces valeurs n'intègrent pas la revalorisation des économies d'impôts liées aux déficits reportables qui représente 0,92 euros (seule la valeur comptable de ces actifs étant retenue).

4.32 Référence au cours de bourse

L'action du groupe Bull est cotée depuis 1997. Elle est négociée sur le compartiment B de NYSE Euronext Paris, sous le code ISIN FR0010266601.

Evolution du cours de bourse du titre Bull depuis 2 ans au 31 octobre 2014 (en euros)



Source : Datastream

Légende

Date	Actualités
1 25/10/2012	Publication du chiffre d'affaires du T3 2012 marqué par le recul des prises de commande du groupe à 235,3 millions d'euros (-1,8 %)
2 19/11/2012	Bull devient distributeur de Numergy et enrichit son offre 'cloud'. Parallèlement, Bull est retenu pour équiper Météo France de nouveaux supercalculateurs
3 21/12/2012	Bull annonce la signature d'un contrat avec Etix Everywhere pour la réalisation clés en main d'un Datacenter modulaire de dernière génération
4 25/04/2013	Publication des résultats du T1 2013 marqués par une baisse du chiffre d'affaires de 6 % à 267,6 millions d'euros
5 08/08/2013	Pierre Barnabé est nommé Directeur Général délégué de Bull. Il était précédemment Directeur général de SFR Business Team
6 20/09/2013	Bull annonce la cession de ses activités de formation informatique à M2I Tech, filiale du groupe français de formation informatique M2I
7 30/09/2013	La Société annonce la finalisation de l'acquisition de FastConnect, une société française leader dans les architectures applicatives distribuées
8 24/10/2013	Publication du chiffre d'affaires du T3 2013 marqué par une forte progression des prises de commande du groupe à 245 millions d'euros (+4,1 %)
9 20/01/2014	Bull annonce "One Bull", son plan de développement 2014-2017 qui a pour objectif de doubler la marge opérationnelle pour atteindre 7 % du CA en 2017
10 27/02/2014	Publication des résultats annuels 2013 marqués par une forte baisse du bénéfice du groupe (-62 %) à 10,9 millions d'euros
11 26/05/2014	Annnonce un projet d'OPA d'Atos sur le groupe Bull afin de créer le numéro un européen du stockage de données à distance ("cloud")
12 27/06/2014	Ouverture de la période d'offre publique d'achat
13 31/07/2014	Clôture de l'offre publique d'achat
14 25/08/2014	Réouverture de la période d'offre publique
15 09/09/2014	Clôture de l'offre publique
16 02/10/2014	Annnonce de l'Offre Publique de Retrait Obligatoire (OPRO)
17 26/10/2014	Annnonce du remboursement des OCEANES

Depuis l'annonce de l'offre publique d'achat le 26 mai dernier, le cours s'est ajusté sur le prix offert, c'est pourquoi la référence au cours de bourse n'est présentée qu'à titre d'information.

Sur les deux dernières années, le titre Bull a progressé de plus de 100 % dont 21 % depuis la date de l'annonce de l'opération le 26 mai 2014.

Après un léger recul suite à la publication d'un chiffre d'affaires décevant au troisième trimestre, les derniers mois de 2012 ont été marqués par une forte progression du cours (+38 % entre le 31 octobre et le 31 décembre) grâce à une série de bonnes nouvelles quant à l'activité du groupe. Le 28 décembre 2012, le cours de Bull a ainsi franchi la barre symbolique des trois euros.

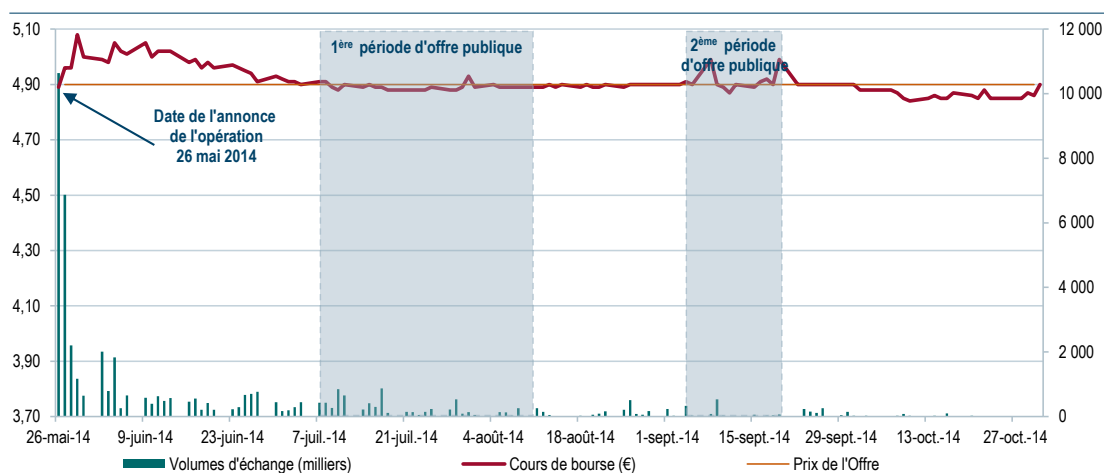
L'année 2013 a quant à elle été marquée par une relative stabilité du cours sur la période (-0,6 % entre le 1^{er} janvier 2013 et le 1^{er} janvier 2014) malgré la baisse enregistrée au deuxième trimestre après l'annonce de résultats en recul pour le premier trimestre 2013. L'amélioration de l'activité au troisième trimestre 2013 ainsi que le *newsflow* positif, notamment en termes de variation du périmètre du groupe (cession des activités de formation informatique et acquisition de FastConnect), ont permis au titre Bull de repasser au-dessus des trois euros.

Les cinq premiers mois de l'année 2014 ont été marqués par une forte hausse du cours qui est passé de 3,08 euros au 1^{er} janvier 2014 à 4,01 euros au 23 mai 2014 (+30 %). Cette progression s'explique notamment par la réaction positive du marché à la présentation du plan de développement *One Bull* qui définit la stratégie et fixe les objectifs du groupe sur la période 2014-2017.

Suite à l'annonce de l'offre d'Atos, le 26 mai 2014, le cours de Bull a progressé fortement, dépassant d'abord le prix proposé, avant de se stabiliser au niveau de l'offre, à 4,90 euros. Le titre a par ailleurs à cette date enregistré des volumes d'échange très importants avec plus de 10 millions de titres échangés contre 400 000 en moyenne sur le reste de la période.

Durant les deux périodes d'offre publique, Atos a acquis 116 086 797 actions Bull (94,82 % du capital) et 11 871 OCEANES (20,25 % des OCEANES en circulation).

Evolution du cours de bourse du titre Bull depuis le 26 mai 2014 (en euros)



Source : Datastream

En date de nos travaux (31 octobre 2014) la capitalisation boursière du groupe s'établit ainsi à 598,9 millions d'euros.

Rapport de l'Expert indépendant

Les principales caractéristiques du titre Bull à la date de l'annonce de l'opération (26 mai 2014) et à la date de nos travaux sont résumées dans les deux tableaux ci-dessous :

Données boursières à la clôture de la séance du 23 mai 2014

Cours - en €	23/05/2014	Liquidité	en Milliers
Spot	4,01	Moyenne volume/jour 1 mois	324
Capi. boursière en M€	487,3	Moyenne volume/jour 3 mois	328
Moyen pondéré 1 mois	3,91	Moyenne volume/jour 6 mois	338
Moyen pondéré 3 mois	3,78	Somme volume 1 an	99 744
Moyen pondéré 6 mois	3,65	NOSH	121 522
Moyen pondéré 12 mois	3,17	Flottant	72,0%
Plus haut 12 mois	4,05	Rotation du capital 1 an	82,1%
Plus bas 12 mois	2,32	Rotation du flottant 1 an	114,0%

Source : Datastream

Données boursières à la clôture de la séance du 31 octobre 2014

Cours - en €	31/10/2014	Liquidité	en Milliers
Spot	4,90	Moyenne volume/jour 1 mois	27
Capi. boursière en M€	598,9	Moyenne volume/jour 3 mois	85
Moyen pondéré 1 mois	4,87	Moyenne volume/jour 6 mois	414
Moyen pondéré 3 mois	4,90	Somme volume 1 an	93 744
Moyen pondéré 6 mois	4,83	NOSH	122 224
Moyen pondéré 12 mois	4,28	Flottant	4,4%
Plus haut 12 mois	5,08	Rotation du capital 1 an	76,7%
Plus bas 12 mois	3,03	Rotation du flottant 1 an	Ns

Source : Datastream

Le prix de 4,9 euros par action fait ressortir une prime de 0,6 % par rapport au cours moyen pondéré sur 1 mois en date de nos travaux.

Objectifs de cours des analystes

Nous avons par ailleurs étudié les notes d'analystes publiées depuis un an. Elles font ressortir de fortes progressions des objectifs de cours passés d'un niveau de 3,4 euros en moyenne en octobre 2013 à 4,9 euros aujourd'hui.

Avant l'annonce de l'offre d'Atos et sur la base des notes étudiées l'objectif de cours moyen était de 4,4 euros. Quatre analystes sur cinq recommandaient la valeur Bull à l'achat²⁴.

Suite à l'annonce des termes de l'offre, le 26 mai 2014, les prévisions des analystes ont été revues à la hausse et l'objectif de cours moyen sur la base des notes publiées après l'annonce s'établissait à 4,9 euros. Aucune des notes ne recommandait l'achat du titre.

²⁴ Un analyste à l'achat, avec un objectif de 5 euros, mentionne que sa recherche est réalisée sous contrat avec Bull.

Objectifs de cours moyens révisés suite à l'annonce de l'opération

Broker	Date	Objectif de cours	Cours	Delta vs. cours de bourse	Dernière reco.
AlphaValue (1)	29-mai-14	5,1 €	5,0 €	1,8%	Reduce
EVA Dimensions	1-août-14	4,9 €	4,9 €	-0,6%	Underweight
Oddo & Cie	27-mai-14	4,9 €	4,9 €	0,2%	Accept the offer
Aurel-BGC	27-mai-14	4,9 €	4,9 €	0,2%	Hold
Moyenne post 26 mai 2014		4,9 €		-0,1%	

(1) recherche réalisée sous contrat avec Bull

5. Valorisation des synergies**5.1 Présentation des synergies attendues**

Lors de l'annonce de l'opération, Atos a indiqué qu'il prévoyait de générer sous 24 mois 80 millions d'euros de synergies ventilées comme suit :

- 30 millions d'euros au titre des coûts de restructuration prévus dans le cadre du plan *One Bull* et dont la mise en œuvre a été confirmée. Ces coûts de restructuration sont pleinement intégrés dans les plans d'affaires présentés ci-avant et donc considérés comme revenant pleinement aux actionnaires de Bull ;
- 20 millions d'euros au titre des économies qui seront réalisées grâce aux économies d'échelle qui pourront être réalisées en rationalisant les achats (environ 12,5 millions d'euros) et le parc immobilier (environ 7,5 millions d'euros) ;
- 30 millions d'euros au titre d'économies de coûts supplémentaires sur les frais généraux et administratifs, domaine dans lequel le savoir-faire d'Atos est considéré comme une référence du secteur.

Les coûts de mise en œuvre de ces synergies représentent 40 millions d'euros et seront répartis sur la période 2014-2016.

5.2 Valorisation des synergies raisonnablement attribuables à Bull

Nous avons considéré que les synergies non incluses dans les plans d'affaires, soit 50 millions d'euros en année pleine, pouvaient être attribuées à Bull selon les clés de répartition suivantes :

- 16 % des économies réalisées sur le poste des achats, représentant le poids relatif des achats de Bull (soit 600 millions d'euros) dans le nouvel ensemble combiné ;
- 50 % des économies réalisées sur la rationalisation du parc immobilier, en raison de la mutualisation des moyens des deux parties pour réunir les équipes sur des lieux communs ;
- 20 % des économies de coûts supplémentaires sur les frais généraux et administratif, correspondant au poids relatif de Bull dans le chiffre d'affaires et la marge contributive du nouvel ensemble.

La combinaison de ces différentes clés de répartition conduit à attribuer à Bull 23 % des synergies identifiées.

Les coûts de mise en œuvre de ces synergies (40 millions d'euros) ont été répartis proportionnellement à la répartition des synergies identifiées (23 % des synergies attribuées Bull).

Le taux d'actualisation s'établit à 11,2 % (taux risqué appliqué au plan *One Bull*)

La somme actualisée des synergies attribuables à Bull s'élève à 60 millions d'euros, soit 0,46 euros par action.

Les sensibilités de la valeur par action à une variation de :

- +/- 1 point de quote-part attribuable et +/- 0,5 point de taux d'actualisation, sont présentées ci-après.

Table de sensibilité au taux d'actualisation et à la contribution de Bull (En euro par action)

		WACC				
		11,1%	11,6%	11,2%	12,6%	13,1%
Prorata des synergies	21%	0,43	0,41	0,42	0,38	0,37
	22%	0,45	0,43	0,44	0,40	0,39
	23%	0,47	0,45	0,46	0,42	0,41
	24%	0,49	0,47	0,48	0,44	0,42
	25%	0,51	0,49	0,50	0,46	0,44

6. Analyse des accords prévus dans le cadre de l'offre publique d'achat et de la présente Offre

6.1 Convention de prestation de services entre Crescendo Industries et Atos

Afin de permettre une bonne intégration des activités de Bull et d'Atos, Atos souhaite s'appuyer sur les compétences et l'expertise de Monsieur Philippe Vannier, actuel dirigeant de Bull, notamment en termes de connaissances clients, de structuration des activités de sécurité et de déploiement des capacités de calcul de Bull au sein d'Atos.

A cet effet, une convention de prestations de services va être conclue entre Atos SE et Crescendo Industries SAS, société contrôlée par Monsieur Philippe Vannier. Nous avons eu communication de la dernière version du projet datée du 15 octobre 2014.

Il doit être précisé que Monsieur Philippe Vannier ne sera salarié ni de Bull ni d'Atos.

Cette convention prévoit explicitement que les prestations délivrées seront réalisées par Monsieur Philippe Vannier, Crescendo Industries SAS mettant à sa disposition les moyens nécessaires pour le faire. Le temps consacré annuellement par Monsieur Vannier à l'exercice de sa mission ne pourra cependant pas excéder 174 jours.

La convention est signée pour une durée de 3 ans, elle sera ensuite renouvelable annuellement par tacite reconduction. Le bénéficiaire dispose d'une capacité de résiliation à tout moment et sans indemnité s'il juge insatisfaisante l'exécution des prestations ; sous réserve d'un préavis de 3 mois.

Au titre de ces prestations de services, la convention prévoit que Crescendo Industries SAS recevra un honoraire fixe de 650 000 euros hors taxes (versé trimestriellement par avance) et un honoraire variable cible de 330 000 euros plafonné à 660 000 euros (versé semestriellement). Le versement de l'honoraire variable sera soumis à l'atteinte d'objectifs de performance liés pour 60 % à des éléments quantitatifs (EBIT, cash-flow et prises de commandes) et pour 40 % à des éléments qualitatifs (mise en place de la nouvelle organisation, intégration).

Ces conditions financières ont été comparées (i) aux rémunérations versées par Bull à Monsieur Vannier entre 2010 et 2013 (ii) aux rémunérations versées par Atos à certains de ses cadres dirigeants et (iii) aux éléments de rémunération publiés par d'autres entreprises du secteur.

A l'issue de cette analyse, nous sommes d'avis que la rémunération de Crescendo Industries prévue par la convention précitée ne constitue pas un complément de prix accordé à Monsieur Philippe Vannier au travers de sa société Crescendo Industries.

6.2 Accords de liquidité concernant les stock-options et actions gratuites et de performance

Dans le cadre de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par Atos SE sur les titres de Bull S.A et compte tenu de l'existence d'options de souscription en actions Bull S.A et d'actions gratuites et de performance donnant accès au capital de Bull S.A, Atos SE a prévu de mettre en place un mécanisme de liquidité pour les détenteurs de ces produits.

Les accords de liquidité prendront la forme de promesses croisées réciproques d'achat et de vente.

Compte tenu de l'existence d'options exerçables pendant la période d'OPRO (1 351 250 au titre du plan 2010), le conseil d'Administration envisage de suspendre leur période d'exercice pendant la période d'offre. A l'issue de cette période de suspension les titulaires pourront soit :

- céder au prix de l'Offre soit 4,90 euros par action Bull S.A, les actions issues d'options pour lesquelles ils auraient manifesté leur volonté d'exercer pendant la période d'OPRO ;
- céder les actions issues d'options exercées sur la période commençant le lendemain du retrait obligatoire sur la base de la formule suivante :

Prix d'acquisition des actions résultant de l'exercice des stock-options =
 Nombre d'actions cédées x Prix de l'OPRO x (Cours moyen d'Atos sur une
 période de 20 jours de bourse précédant le jour de l'exercice ÷ Cours moyen
 d'Atos sur une période de 20 jours de bourse précédant et incluant la mise en
 œuvre du Retrait Obligatoire

Pour les options non exerçables à la date de l'Offre (4 285 000 titres) et les actions gratuites et de performance encore en période d'indisponibilité ou de conversion, les Bénéficiaires se verront offrir une indemnité selon la formule présentée ci-avant. Les Accords de liquidité permettront en outre à Atos SE d'acquitter, au choix du bénéficiaire d'options, d'actions gratuites ou de performance, le prix d'acquisition des actions Bull convenu dans l'Accord de liquidité par la remise d'actions Atos SE.

7. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information

7.1 Présentation des méthodes écartées

Les établissements présentateurs ont écarté les méthodes suivantes : Actif Net Comptable, Actif Net Réévalué, méthode du rendement.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

7.2 Présentation des méthodes retenues

Les établissements présentateurs ont retenu les méthodes suivantes :

- l'analyse du cours de bourse,
- les objectifs de cours des analystes,
- l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- la méthode des comparables boursiers,
- la méthode des transactions comparables

Nous n'avons pas de divergence sur les méthodes retenues. Cependant nous avons également retenu les transactions récentes intervenues sur le capital de la société. La méthode des comparables boursiers a été présentée à titre secondaire et la méthode des transactions comparables et l'analyse du cours de bourse à titre d'information. Les objectifs des analystes ont été étudiés dans le cadre de l'analyse du cours de bourse.

7.3 Données financières

7.31 Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par les établissements présentateurs s'élève à 129 474 647 actions Bull S.A, soit le nombre de titres en circulation au 30 juin 2014 corrigé des instruments dilutifs dans la monnaie et des actions gratuites et de performance non encore attribuées.

Nous n'avons pas de commentaire sur le nombre d'actions retenu.

7.32 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les établissements présentateurs retiennent une situation de dette nette ajustée pour un montant de 151 millions d'euros, ils valorisent également de manière séparée les économies d'impôts liées aux déficits reportables pour 125 millions d'euros.

Nous retenons pour notre part un montant de dette nette ajustée de 157,6 millions d'euros hors valeur actualisée des déficits reportables que nous évaluons à 136 millions d'euros dans le cadre du plan *One Bull* et 107 millions d'euros dans le cadre du plan Atos.

7.4 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

7.41 Prévisions retenues

Les établissements présentateurs ont utilisé le plan *One Bull* ajusté par Atos et le plan alternatif élaboré par Atos.

En ce qui concerne le plan *One Bull*, ils ont retenu les hypothèses du plan jusqu'en 2016 puis réduit de manière significative la croissance du chiffre d'affaires en 2017 (à 2,5 %). La croissance du chiffre d'affaires est maintenue à 2,5 % sur la période d'extrapolation de 3 ans et la marge d'EBIT diminue pour tendre vers 6,6 % en année terminale. Des restructurations à hauteur de 5 millions d'euros par an sont intégrées.

Nous avons retenu le plan *One Bull* sans y apporter de corrections. Nous avons intégré une période d'extrapolation sur 3 ans, faisant ressortir une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 5,3 %, et une stabilité de la marge d'EBIT à 7 % avant restructurations estimées à 1 % du chiffre d'affaires.

En ce qui concerne le plan élaboré par Atos, les établissements présentateurs l'ont prolongé d'une période d'extrapolation de 3 ans intégrant une croissance de 2,5 % par an et une marge d'EBIT de 5 % avant restructurations (retenues à hauteur de 5 millions d'euros par an).

Nous avons retenu une croissance du chiffre d'affaires de 3 % sur la période d'extrapolation dans le cas du plan Atos.

7.42 Paramètres financiers

Les établissements présentateurs retiennent un taux d'actualisation de 9,7 % qui représente une moyenne entre (i) la moyenne pondérée des taux d'actualisation ressortant des échantillons de sociétés comparables retenues (8,8 %) et (ii) le taux de 10,6 % déterminé de la façon suivante :

- un taux sans risque de 1,9 % correspondant à l'OAT 10 ans,
- une prime de risque de 7,8 % correspondant à la moyenne 1 an des primes de risque déterminée à partir de l'indice CAC 40, calculée par Bloomberg et Facset,
- une structure financière à dette nulle,
- le bêta des fonds propres de Bull retenu à 0,86.

Le taux d'actualisation retenu est identique pour les deux plans d'affaires utilisés (One Adjusted et Atos-Bull).

En ce qui concerne le plan *One Bull*, nous avons fondé nos travaux sur un taux d'actualisation de 11,2 % reposant sur les données d'Associés en Finance à fin septembre 2014, intégrant une prime forfaitaire de 2 % pour refléter le risque d'exécution du plan *One Bull* au regard des performances passées dans une vision stand-alone.

En ce qui concerne le plan Atos, nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,2 %, son caractère plus conservateur justifiant une décote de 1%.

Concernant la croissance à l'infini, les établissements présentateurs ont retenu un taux de 2,5 %. Nous avons retenu un taux de 2 %.

Enfin, les établissements présentateurs actualisent les flux à mi-année en date du 1^{er} juillet 2014, alors que nous actualisons les flux à mi-année en date du 31 octobre 2014.

7.43 Résultats

Sur la base des éléments présentés ci-avant, les établissements présentateurs concluent à une fourchette de prix par action (y compris valorisation des déficits reportables) comprise entre 2,70 euros et 3,26 euros correspondant aux valeurs centrales des deux approches retenues, soit une valeur moyenne centrale de 2,98 euros.

Nos travaux conduisent à une valeur par action comprise entre 4,14 euros et 4,71 euros (y compris valorisation des déficits reportables), soit une valeur centrale de 4,41 euros.

7.5 Méthodes analogiques

7.51 Méthode des comparables boursiers

Les établissements présentateurs présentent cette méthode à titre principal en procédant par somme des parties en évaluant de manière séparée l'activité sécurité de Bull S.A.

Nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre secondaire compte tenu de la nouvelle ventilation du mix Produits/Services attendue sur l'horizon 2014-2016. Nos échantillons diffèrent car nous avons privilégié une approche globale de valorisation mais en identifiant 4 sous-échantillons, dont trois au titre des IT services décomposés selon la taille des acteurs et un échantillon composite de sociétés présentes sur les métiers en croissance de Bull S.A que sont la Sécurité, le Cloud, le Big Data, et les Supercalculateurs.

Nous ne retenons pas les sociétés Sopra Group (dont l'analyse est perturbée par l'offre récente), CACI International, Cubic, Cobham, Harris, L3 Communications, Qinetiq group et Ultra Electronics, en raison d'une comparabilité limitée avec les métiers de Bull. Nous avons intégré les sociétés Aubay et Devoteam compte tenu de leur forte dépendance au marché français et Cray, Mantech International et Super Micro Computer, représentatives des activités considérées comme des relais de croissance par Bull.

Les établissements présentateurs retiennent le multiple de valeur d'entreprise rapporté à l'EBITDA, ainsi que celui rapporté à l'EBIT, pour les années 2014 et 2015, qui font ressortir respectivement des valeurs du titre Bull S.A dans une fourchette comprise entre 3,08 euros et 4,07 euros (au titre de l'EBITDA) et 2,53 euros et 3,76 euros (au titre de l'EBIT).

Nous n'avons pas d'observation sur les multiples retenus. Nous avons cependant, contrairement aux établissements présentateurs, utilisé les multiples d'EBITDA et d'EBIT 2016. Les valeurs ressortant de nos travaux s'établissent entre 3,62 euros et 4,31 euros.

7.52 Méthode des transactions comparables

Cette méthode est retenue à titre principal par les établissements présentateurs, alors que nous ne la présentons qu'à titre d'information.

Tout comme pour la méthode des multiples boursiers, les établissements présentateurs retiennent deux échantillons de transactions, l'un relatif au secteur de l'IT services, et l'autre relatif aux métiers de la sécurité, et pondère les multiples obtenus par la quote-part de la marge contributive 2013 des activités IT Services et sécurité.

Nous avons pour notre part analysé les transactions intervenues sur les 24 derniers mois et pris en compte un certain nombre de transactions non retenues par les établissements présentateurs.

L'application des multiples de valeur d'entreprise ramené aux EBITDA et EBIT pour l'année 2013 fait ressortir des valeurs comprises entre 2,03 euros et 4,00 euros pour les établissements présentateurs.

Nos travaux conduisent à des valeurs comprises entre 2,26 euros et 3,28 euros sur la base de multiples d'EBITDA.

7.6 Analyse du cours de bourse et des objectifs des analystes

Nous n'avons pas de commentaires sur les analyses des établissements présentateurs. Les légères différences observées sur les cours historiques tiennent à l'utilisation de bases de données différentes.

Nous avons cependant intégré dans l'analyse, l'observation du cours de bourse et des cours cibles des analystes postérieurement à l'Offre.

7.7 Prise en compte des synergies

Les établissements présentateurs ont retenu une quote-part de synergies (hors les 30 millions d'euros déjà intégrés dans les plans d'affaires) attribuables à Bull comprise entre 6 % et 21 %. Après actualisation à un taux de 11,6 % intégrant une prime spécifique de 200 points de base, la valeur par action ressort entre 0,12 et 0,39 euros.

Nous avons pour notre part considéré que la quote-part des synergies revenant à Bull s'établissait à 23 %. Après actualisation à un taux de 11,2 %, la valeur par action ressort à 0,46 euro.

Rapport de l'Expert indépendant

8. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 4,90 euros par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs de Bull résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes (hors synergies) :

Méthode de valorisation	Valorisation en euro par action		Prime / (décote) du prix offert (4,9 €)	
Prix proposé pour l'offre publique de retrait obligatoire 4,9 €				
Méthode retenue à titre principal				
DCF (plan One Bull)	4,14 €	4,71 €	18%	4%
Transactions récentes sur le capital		4,90 €	0%	
Méthodes retenues à titre secondaire				
Multiples boursiers				
Multiples Ebit plan One Bull (2014e-2016e)	3,62 €	4,31 €	29%	17%
Multiples Ebitda plan One Bull (2014e-2016e)	3,80 €	4,18 €	116%	49%
Méthodes retenues à titre d'information				
Transactions comparables				
Multiples Transaction (Ebitda 2012-2013)	2,26 €	3,28 €	116%	49%
Cours de bourse au 21/10/2014				
Spot		4,90 €	0%	
Moyenne 1 M		4,87 €	1%	
Moyenne 3 M		4,90 €	0%	
Moyenne 12 M	4,28 €		14%	

(1) la note AlphaValue du 07/05/2014 n'a pas été retenue, la société étant sous contrat avec Bull

L'opération est susceptible de générer des synergies estimées à ce stade par Atos à environ 80 millions d'euros par an, dont 30 millions sont déjà intégrées dans le plan d'affaires. Nous avons évalué la quote-part de synergies raisonnablement attribuable à Bull à 0,46 euro par action.

Nous avons par ailleurs déterminé la valeur de Bull en utilisant le plan établi par Atos sur l'activité future de Bull et en actualisant les flux issus de ce plan à un taux adapté au risque d'une filiale à 95 % d'Atos. Après intégration de la quote-part de synergies raisonnablement attribuable à Bull, cette méthode aboutit à une valeur centrale de 4,75 euros par action.

8.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Nous avons été désignés en qualité d'expert indépendant par la Société Bull sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêt au sein du Conseil d'Administration de la Société qui est désormais détenue à plus de 95 % par Atos, ainsi que dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Notre mission vise à apprécier le caractère équitable du prix offert par Atos aux actionnaires de Bull dans le cadre de la procédure d'offre publique de retrait prévue à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF et de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix proposé aux porteurs de titres Bull s'établit à 4,9 euros par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 4,9 euros par action :

- est similaire à celui proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par Atos en juin 2014, qui a permis à ce dernier d'acquérir 94,8 % du capital de Bull. Cette opération constitue ainsi une référence essentielle ;
- fait ressortir une prime de 11,1 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société, étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur. Le prix offert intègre ainsi une quote-part de synergies en ligne avec celle que nous avons estimée raisonnablement attribuable aux actionnaires de Bull.

Nous avons également étudié l'impact de la prise en compte des hypothèses du plan d'affaires élaboré par Atos, en retenant un taux d'actualisation adapté à une filiale du groupe Atos dont les projections sont estimées avec prudence et en intégrant la quote-part de synergies que nous estimons raisonnablement attribuable aux actionnaires de Bull ; la prime offerte sur la valeur centrale (y compris synergies) ressort alors à 3 % ;

- fait ressortir des primes comprises entre 13,6 % et 35,5 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des comparables boursiers présentée à titre secondaire.

Nous notons que depuis l'annonce du projet d'Offre le 2 octobre 2014, le cours de Bull n'a pas dépassé le prix offert.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 4,9 euros par action que l'Initiateur envisage d'offrir dans le cadre de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire qui s'ensuivrait, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Bull.

Paris, le 6 novembre 2014

Alban Eyssette

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES**ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE**

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie Corporate Finance intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et support aux contentieux.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES DEPUIS LE 1^{ER} JANVIER 2012

Depuis le 1^{er} janvier 2012, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Acquéreur	Banques présentatrices	Type d'opération
oct.-14	Utopia	Utopia Management CLdN	N/A	OPR ⁽¹⁾
août-14	Guy Degrenne	Diversita	N/A	Augmentations de capital réservées
avr.-14	Boursorama	Société Générale	Société Générale	OPAS
janv.-14	Orège	Eren	Société Générale, Invest Securities	OPAS
sept.-13	Osiatis	Econocom	Oddo Corporate Finance	Offre mixte
mars-13	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilize OBC (groupe ABN)	OPRA
févr.-13	Supra	Supra Holding	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
févr.-13	Aérowatt	JMB Energie	Palatine	OPAS
oct.-12	CFAO	Toyota Tsusho Corporation	Rothschild & Cie Banque, CA CIB	OPA
sept.-12	LaCie	Seagate Singapore International Headquarters Pte. Ltd	Morgan Stanley	OPAS
mai-12	Foncière Masséna	Masséna Property	CM CIC Securities	OPR-RO
mai-12	ActivIdentity Europe	ActivIdentity Corporation	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
janv.-12	Infovista	Project Metro Acquico SAS (Thoma Bravo)	Bryan, Garnier & Co	OPAS
janv.-12	Société Vermandoise de Sucreries / Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Cristal Union et Champenoise de Gestion / Cristal Union et Vermandoise de Sucreries	CA CIB	OPAS

(1) A la demande de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) dans le cadre de la loi Retrait Rachat du Grand Duché de Luxembourg

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie Corporate Finance adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rapport de l'Expert indépendant

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERCUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 200 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : • prise de connaissance des notes d'analyse sur le secteur et les sociétés comparables
Appréciation du contexte de l'Offre : • échanges avec l'Initiateur
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de Bull
Analyse du cours de bourse : • analyse du flottant et de la liquidité • analyse de l'évolution du cours
Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels : • analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société • analyse du plan préparé par l'Initiateur • analyse des synergies annoncées • travaux d'évaluation • analyses de sensibilité
Mise en œuvre d'approches d'évaluation analogiques • constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables • recherche de transactions comparables • détermination des multiples et des valeurs en découlant
Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société
Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation des établissements présentateurs
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Désignation de Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant par la Société Bull : 23 septembre 2014
- Réunion de présentation de l'opération : 1^{er} octobre 2014
- Réunions et contacts avec le management de Bull : 6, 13 et 16 octobre 2014
- Réunions et contact avec le management d'Atos : 9 et 16 octobre 2014
- Contacts avec les établissements présentateurs : 1^{er} et 14 octobre 2014
- Remise d'un pré-rapport : 22 octobre 2014
- Remise du rapport définitif : 6 novembre 2014

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Bull

- Philippe Vannier – Directeur Général
- Vincent Biraud – Directeur des Relations Investisseurs
- Alpha Barry – Directeur financier groupe par interim
- Pierre Guimard – Responsable du Contrôle de gestion groupe

Administrateurs indépendants de Bull

- Edouard Guillaud
- Jean-François Rambicur
- Philippe Vassor

Atos

- Michel-Alain Proch – Executive Vice President, Finances & Informatique
- Alexandre Menais – Executive Vice President, Group General Counsel
- Gilles Arditti – Executive Vice President, M&A, Stratégie, Investor Relations & Financial Communication
- James Thieriot – Group Senior Vice President, Controlling & Accounting

Etablissement présentateur, Rothschild

- Cyrille Harfouche – Associé
- Pierre-Victor Saponaro – Manager
- Alexandre Landuren – Assistant Directeur

Etablissement présentateur, Natixis

- Eric Arnould - Managing Director

Avocats de l'Initiateur / Weil, Gotshal & Manges

- Charles Cardon - Avocat

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par Bull et ses conseils :
 - Présentation de la Société ;
 - Business plan ;
 - Documents juridiques ;
- Informations significatives communiquées par l'avocat de l'Initiateur :
 - Note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre ;
- Informations significatives communiquées par les établissements présentateurs :
 - Rapport de valorisation ;
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, Associée Gérante, diplômée d'expertise comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de plus de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables et vice-présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV).
- Alban Eyssette, Associé, diplômé de l'ESC Toulouse et de Paris Dauphine (DESS 225 de Finance d'Entreprise), justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier et directeur de la recherche actions, est présent chez Ricol Lasteyrie depuis 2008. Il est administrateur de la Société Française des analystes financiers (SFAF).
- Romain Le Théo, Manager, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance et 3ème cycle en Management International en partenariat avec l'American University of Washington D.C) et de Sciences Po Paris (DEA d'Economie), Il a rejoint Ricol Lasteyrie en janvier 2010 en qualité d'analyste, après avoir débuté sa carrière chez Associés en Finance en charge du secteur des télécoms et nouvelles technologies.
- Aymeric Jourdan, Senior Analyste, diplômé de l'Université Paris IX Dauphine (MSG Finance et Mastère 2 Finance d'Entreprise et Contrôle de Gestion), il a eu plusieurs expériences au sein des départements Fusions & Acquisitions des banques HSBC et BNP Paribas, à Paris et à Londres. Il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en septembre 2010. Il participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier.
- Alexandre Thonnat, Analyste, Diplômé de l'Ecole Supérieure de Commerce de Rouen (Master en finance d'entreprise et management), il a eu plusieurs expériences au sein des départements Banque d'investissement de Natixis et de la Société Générale et au sein du département Fusions & Acquisitions de Rothschild & Cie. Il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en janvier 2012 et participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier.

La revue indépendante a été effectuée par Joëlle Lasry (Associée).

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

6 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BULL

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 6 novembre 2014 à l'effet d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres étaient présents ou représentés.

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est le suivant :

« Le Président rappelle que :

- Atos a fait part le 2 octobre 2014 de son intention de déposer auprès de l'Autorité des Marchés Financiers un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« **OPR-RO** ») portant sur la totalité des actions Bull non détenues par l'Initiateur au prix de 4,90 euros par action et la totalité des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les « **OCEANes** ») au prix de 5,55 euros par OCEANE ;
- Compte tenu de la décision de la Société du 24 octobre 2014 de procéder au remboursement des OCEANes, Atos a annoncé que l'OPR-RO porterait désormais uniquement sur les actions de la Société ;
- Ce projet intervient après le succès de l'offre publique d'achat initiée par Atos SE et portant sur les titres de Bull qui s'est déroulée du 27 juin 2014 au 31 juillet 2014 inclus et sa réouverture intervenue du 25 août 2014 au 9 septembre inclus ;
- Le Cabinet Ricol Lasteyrie a été désigné en qualité d'expert indépendant (ci-après l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux articles 261-1 I et II du règlement général de l'Autorité des marchés financier (l'« **AMF** »).

Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, il est demandé au Conseil d'administration de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'OPR-RO et sur les conséquences de celles-ci pour Bull, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'administration a examiné ensuite les documents suivants :

- Le projet de note d'information conjointe établie par Atos SE et la Société (le « **Projet de Note d'Information Conjointe** ») contenant notamment (i) les motifs et intentions de l'Initiateur et (ii) la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'OPR-RO préparée par Rothschild & Cie Banque et Natixis, banques présentatrices de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire, qui figure à la section 4 du Projet de Note d'Information Conjointe ;
- le rapport de l'Expert Indépendant, le Cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Mme Sonia Bonnet-Bernard, qui conclut notamment au caractère équitable du prix de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire.

Le Conseil d'administration constate que l'Expert Indépendant a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Après examen des documents et éléments susvisés, le Conseil d'administration a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par Atos SE dans le Projet de Note d'Information Conjointe. Le Conseil d'administration, à l'unanimité et après en avoir délibéré sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée :

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

- Constate que l'expert indépendant conclut dans son rapport que le prix de l'OPR-RO fixé à 4,90 euros par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ;
- Constate que, compte tenu du faible flottant, de la liquidité réduite de l'action Bull ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, la cotation des actions sur le marché Euronext Paris n'est plus justifiée ;
- Constate que la mise en œuvre de l'OPR-RO permettrait en outre de simplifier à l'avenir le fonctionnement de la Société ;
- Constate que l'OPR-RO permettrait de proposer aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate et intégrale sur leurs titres, et ce, dans un contexte de très faible liquidité sur le marché ;
- Relève qu'il sera proposé aux titulaires d'Options et d'Actions Gratuites (tels que ces termes sont définis dans le Projet de Note d'Information Conjointe) de conclure avec Atos SE un contrat de liquidité portant sur (i) les actions résultant de l'exercice des Options dont la période d'exercice n'est pas ouverte ou, le cas échéant, est suspendue par le Conseil d'administration à la date de mise en œuvre du retrait obligatoire et (ii) les actions résultant de l'attribution définitive des Actions Gratuites non émises ou non disponibles à la date de mise en œuvre du retrait obligatoire, et dont les principales modalités sont décrites dans le Projet de Note d'Information Conjointe.

En conséquence, le Conseil d'administration, connaissance prise des termes de l'OPR-RO et des éléments qui lui ont été présentés, après en avoir délibéré :

- Considère que le projet d'OPR-RO correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide d'approuver, à l'unanimité, le projet d'OPR-RO tel que décrit dans le Projet de Note d'Information Conjointe ;
- Recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions Bull à l'offre publique de retrait, étant précisé que ces actions seront en toutes hypothèses transférées à Atos dans le cadre du retrait obligatoire qui sera mis en œuvre à la suite de l'offre publique de retrait, moyennant une indemnisation identique au prix de cette dernière, nette de frais ;
- Rappelle qu'aucun des membres du Conseil d'administration ne détient d'Actions Bull et constate que Philippe VANNIER a fait part de son intention de conclure le contrat de liquidité proposé par l'initiateur dans les conditions précitées s'agissant des options de souscriptions d'actions et des attributions d'actions de performance dont il a été bénéficiaire ;
- Approuve le Projet de Note d'Information Conjointe dans les termes qui lui ont été présentés ;
- Autorise le Directeur Général à effectuer les démarches nécessaires au bon déroulement de l'OPR-RO et, en particulier :
 - à signer toutes attestations requises dans le cadre des opérations visées par l'OPR-RO ;
 - et plus généralement, à faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'OPR-RO, notamment souscrire tous engagements, obtenir toutes autorisations, passer tous actes, faire toutes déclarations et demandes, publier ou diffuser tout communiqué de presse (y compris le communiqué de dépôt de l'offre), accomplir

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF

toutes formalités ou démarches, rédiger, publier et signer tous documents utiles à l'exécution et la réalisation de l'OPR-RO. »

7 MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables des sociétés Atos et Bull feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

8 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

8.1 Pour l'Initiateur

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Atos
Représentée par Thierry Breton
Président Directeur Général

8.2 Pour la Société

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Bull
Représentée par Philippe Vannier
Directeur Général

8.3 Pour les établissements présentateurs de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Rothschild & Cie Banque et Natixis, établissements présentateurs de l'Offre, attestent qu'à leur connaissance, la présentation de l'Offre, qu'elles ont examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Natixis

Rothschild & Cie Banque