

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE
À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIÉTÉ INITIÉE PAR

Les sociétés GROUPE VISIODENT et HIVISTA
Agissant de concert avec Monsieur Morgan OHNONA



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°22-005 le 4 janvier 2022 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par VISIODENT et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 I et II et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de VISIODENT (www.visiodent.com) et peut être obtenu sans frais sur simple demande au siège social de VISIODENT – 82 rue Villeneuve, 92110 Clichy.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de VISIODENT feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Un communiqué sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L’OFFRE	4
1.1. DESCRIPTIF DE L’OFFRE	4
1.2. CONTEXTE DE L’OFFRE	5
1.2.1. <i>Historique de l’actionnariat du groupe</i>	5
1.2.2. <i>Restructuration de l’actionnariat du groupe</i>	6
1.2.3. <i>Opérations prévues à l’issue de l’Offre</i>	7
1.3. DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL	7
1.4. MOTIFS ET INTERETS DE L’OFFRE.....	8
1.5. ACQUISITION D’ACTIONS AU COURS DES DOUZE DERNIERS MOIS PAR LES CO-INITIATEURS	8
1.6. PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L’OFFRE	9
1.6.1. <i>Termes de l’Offre</i>	9
1.6.2. <i>Nombre et nature des titres visés par l’Offre</i>	9
1.6.3. <i>Modalités de l’Offre</i>	10
1.6.4. <i>Procédures de présentation des actions à l’Offre Publique de Retrait</i>	11
1.6.5. <i>Termes et modalités du Retrait Obligatoire à l’issue de l’Offre Publique de Retrait et radiation des actions VISIODENT d’Euronext Paris</i>	12
1.6.6. <i>Calendrier indicatif de l’Offre</i>	13
1.6.7. <i>Restrictions concernant l’Offre à l’étranger</i>	13
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION	13
3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION	22
4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	22
5. INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ	22
6. RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	22
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE	24
8. ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	24
8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE	24
8.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L’EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D’ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L’ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	25
8.3. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE.....	26
8.4. LISTE DES DETENEURS DE TOUT TITRE CONFÉRANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DESDITS DROITS DE CONTROLE	27
8.5. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D’ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	27

8.6.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D’ACTIONS ET A L’EXERCICE DES DROITS DE VOTE	27
8.7.	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION AINSI QU’A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE.....	28
8.8.	POUVOIRS DU CONSEIL D’ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D’EMISSION OU DE RACHAT D’ACTIONS.....	29
8.9.	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE.....	29
8.10.	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION ET LES SALARIES, S’ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D’UNE OFFRE PUBLIQUE	29
8.11.	MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L’OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE	29
9.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	30
10.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE.....	30

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Descriptif de l'Offre

En application du Titre III du Livre II du règlement général de l'AMF, en particulier des articles 236-3 et 237-1 de ce règlement général, la société GROUPE VISIODENT¹, société de droit français dont le siège social est sis 82, rue Villeneuve, 92110 Clichy (« **Groupe VISIODENT** ») et la société HIVISTA², société de droit français dont le siège social est sis 7, rue Marbeau, 75116 Paris (« **HIVISTA** », Groupe VISIODENT et HIVISTA étant ci-après dénommés ensemble les « **Co-Initiateurs** »), agissant de concert avec Monsieur Morgan OHNONA, se sont engagés irrévocablement à offrir aux actionnaires de la société VISIODENT, société anonyme française au capital de 719 200,16 euros divisé en 4 495 001 actions de 0,16 euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est situé 82, rue Villeneuve, 92110 Clichy, France, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 327 500 849 (« **VISIODENT** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C de Euronext Paris (ISIN : FR0000065765), d'acquérir la totalité de leurs actions VISIODENT au prix de 3 euros par action (« **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l' « **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et avec l'Offre Publique de Retrait, l' « **Offre** ») dans les conditions décrites ci-après.

Dans ce contexte, les Co-Initiateurs, agissant de concert avec Monsieur Morgan OHNONA ont déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF³ le 19 novembre 2021. Le 14 décembre 2021, la Société a déposé un projet de note en réponse, comprenant l'avis motivé de son conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont décrits en section 3 de la Note d'Information.

A la date de la Note en Réponse, les Co-Initiateurs, agissant de concert avec Monsieur Morgan OHNONA, détiennent directement 4 240 184 actions et 8 297 233 droits de vote de la Société soit 94,33 % du capital et 97,01 % des droits de vote de la Société⁴.

L'Offre porte sur la totalité des actions VISIODENT en circulation non détenues, directement ou indirectement, par le concert constitué de GROUPE VISIODENT, HIVISTA et Monsieur Morgan

¹ Détenue et contrôlée conjointement par le groupe familial SEBAG à hauteur de 53,16% du capital et le groupe familial OHNONA à hauteur de 46,84% du capital.

² Détenue à 100% par Monsieur Morgan OHNONA.

³ Avis AMF n°221C3193 du 19 novembre 2021.

⁴ Les pourcentages en droits de vote ont été calculés sur la base du nombre total d'actions émises auxquelles est attaché un droit de vote, y compris les actions auto-détenues privées du droit de vote, en application de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF (nombre de droits de vote théoriques).

OHNONA, soit à la date de dépôt de l'Offre, un total de 254 817 actions, représentant 5,67 % du capital et 2,99 % des droits de vote de la Société.

La Société ne détient aucune action propre à la date des présentes.

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

L'Offre est présentée par Portzamparc qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre. Portzamparc est habilité à fournir des services de prise ferme en France.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pour une durée d'au moins dix (10) jours de négociation, dans les conditions décrites dans la note d'information établie par les Co-Initiateurs et visée par l'AMF le 4 janvier 2022 sous le visa n°22-004 en application de la décision de conformité du même jour (la « **Note d'Information** »).

Dans la mesure où les Co-Initiateurs détiennent d'ores et déjà (de concert avec Monsieur Morgan OHNONA) plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, ces derniers ont l'intention de mettre en œuvre la procédure de Retrait Obligatoire. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions VISIODENT visées non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées aux Co-Initiateurs, selon une répartition égalitaire entre les deux Co-Initiateurs, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 3 euros par action VISIODENT), nette de tout frais.

1.2. Contexte de l'Offre

1.2.1. Historique de l'actionnariat du groupe

A titre préalable, il est rappelé que Messieurs Jacques SEBAG et Meyer OHNONA sont les cofondateurs de VISIODENT dont ils sont les actionnaires de référence depuis l'origine et, depuis 2008, via leurs holdings personnelles respectives, les sociétés FINANCIERE YORK et FINANCIERE LOUISA. GROUPE VISIODENT, société holding, a été constituée dans l'objectif de rassembler les intérêts patrimoniaux des actionnaires historiques de référence et fondateurs de la Société, Monsieur Jacques SEBAG et Monsieur Meyer OHNONA.

Par acte sous seing privé en date du 16 septembre 2014, les membres des familles OHNONA et SEBAG ont apporté à GROUPE VISIODENT la totalité des actions VISIODENT qu'ils détenaient. A l'époque,

M. Morgan OHNONA avait conservé 150 000 actions de la Société soumises à un engagement de conservation jusqu'au 30 juin 2016⁵.

GROUPE VISIODENT, ayant ainsi franchi le seuil de 30% du capital social et des droits de vote de VISIODENT, a déposé une offre publique d'achat simplifiée sur les actions de la Société⁶. Cette offre publique d'achat a notamment été financée pour partie par FIP Select PME 2013, fonds d'investissement de proximité, représenté par la société de gestion CM-CIC Capital Privé, au moyen de la souscription par ce dernier à 750 000 actions nouvelles et 250 000 obligations convertibles en actions GROUPE VISIODENT.

Le fonds FIP Select PME 2013, représenté par CM-CIC Capital Privé, est ainsi venu à détenir 14,80% du capital et des droits de vote de la société GROUPE VISIODENT en 2014.

1.2.2. Restructuration de l'actionnariat du groupe

En 2019, le fonds FIP Select PME 2013 a souhaité se désengager de son investissement au sein du GROUPE VISIODENT. Sur la base d'accords conclus en date du 20 juin 2019, la participation du FIP Select PME 2013 au capital social de GROUPE VISIODENT a ainsi été rachetée par la société GROUPE VISIODENT à un prix par transparence de l'action VISIODENT égal à 2,30 euros, dans le cadre d'une réduction de capital non motivée par des pertes. Le rachat des actions a été combiné au remboursement anticipé de la dette obligataire contractée auprès du fonds FIP Select PME 2013 (ayant été remboursée à sa valeur nominale en ce compris les intérêts annuels courus et le montant de la prime de non-conversion relativement aux obligations convertibles émises).

Parallèlement, des accords ont été conclus à cette même date du 20 juin 2019 par les associés de la société GROUPE VISIODENT ayant pour objectif et pour effet de renforcer la participation du groupe familial OHNONA au capital de GROUPE VISIODENT tout en maintenant le principe du maintien du contrôle conjoint du groupe par les groupes familiaux SEBAG et OHNONA (les « **Accords** »). Ces Accords consistent en :

- une promesse de vente consentie par la société FINANCIERE YORK (détenue par M. Jacques SEBAG) à GROUPE VISIODENT exerçable en une ou plusieurs fois jusqu'au 2 août 2022, aux termes de laquelle FINANCIERE YORK s'est engagée à céder à la société GROUPE VISIODENT elle-même un maximum de 400 000 actions GROUPE VISIODENT en vue de leur annulation dans le cadre d'une procédure de réduction de capital non motivée par des pertes ;
- une promesse de vente consentie par la société FINANCIERE YORK aux termes de laquelle elle s'est engagée à céder (i) 25 000 actions GROUPE VISIODENT au bénéfice de la société

⁵ M. Morgan OHNONA a acquis 150 000 actions VISIODENT supplémentaires le 25 mai 2018 par l'effet de l'exercice de promesses unilatérales de vente consenties par MM. Gad BITTON et Steve OHNONA (avis 218C0974 en date du 31 mai 2018).

⁶ Dépôt AMF n° 214C1963 du 24 septembre 2014.

FINANCIERE LOUISA (détenue par M. Meyer OHNONA) et (ii) 60 000 actions GROUPE VISIODENT au bénéfice de HIVISTA (détenue par M. Morgan OHNONA).

Les rachats d'actions auprès de FINANCIERE YORK en application des promesses sont optionnels en ce que le rachat éventuel est laissé à l'initiative de GROUPE VISIODENT, d'une part, et à l'initiative de HIVISTA et FINANCIERE LOUISA, d'autre part, et peuvent être exercées sur tout ou partie des actions concernées, en une ou plusieurs fois, au prix de 1,40 euros par action de GROUPE VISIODENT, sur la base des valorisations négociées à l'époque (i.e. juin 2019) en référence par transparence à une valeur de l'action VISIODENT de 2,30 euros.

1.2.3. Opérations prévues à l'issue de l'Offre

A l'issue de l'Offre, la Société sera détenue à 100% par les Co-Initiateurs agissant de concert avec M. Morgan OHNONA.

Il est envisagé, d'une part, que les Accords portant sur les actions GROUPE VISIODENT soient réalisés par la levée des options d'achat par GROUPE VISIODENT, FINANCIERE LOUISA et HIVISTA.

Par ailleurs, il est en outre envisagé que Monsieur Morgan OHNONA transfère (par voie de cession et/ou d'apport) les actions VISIODENT qu'il détient à HIVISTA (dont il est l'associé unique) et que cette dernière apporte les actions VISIODENT qu'elle détiendra (en ce compris les actions VISIODENT acquises dans le cadre de l'Offre) à GROUPE VISIODENT (au Prix de l'Offre) de sorte que le capital de VISIODENT soit intégralement détenu (sauf une action qui restera détenue par M. Morgan OHNONA afin que la Société comporte deux associés) par GROUPE VISIODENT.

Ces opérations auront pour effet que le groupe familial OHNONA (et au sein de ce dernier, Monsieur Morgan OHNONA), se renforce au capital de VISIODENT.

Il est précisé à ce titre que, quand bien même le groupe familial OHNONA vienne à détenir plus de 50% du capital et des droits de vote de GROUPE VISIODENT, les familles SEBAG et OHNONA continueront d'exercer un contrôle conjoint sur la société GROUPE VISIODENT et, par l'intermédiaire de cette dernière, sur la société VISIODENT.

1.3. Déclaration de franchissement de seuil

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, GROUPE VISIODENT a déclaré, le 31 mai 2018, avoir franchi individuellement en hausse, le seuil de 90% des droits de vote de VISIODENT⁷.

⁷ Avis AMF n° 218C0974 du 31 mai 2018.

A la date des présentes, les Co-Initiateurs détiennent, de concert avec Monsieur Morgan OHNONA, 4.240.184 actions de la Société, représentant 94,33% du capital et 97,01% des droits de vote⁸.

1.4. Motifs et intérêts de l'Offre

Détenant de concert plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société à la date de la Note d'Information, les Co-Initiateurs, de concert avec Monsieur Morgan OHNONA, ont décidé de déposer auprès de l'AMF l'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivi d'un Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir l'ensemble des actions non détenues par les Co-Initiateurs de concert avec Monsieur Morgan OHNONA, et de radier les actions de la Société d'Euronext Paris.

En effet, compte-tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les actions, un maintien de la cotation des actions n'est pas justifié. La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur le marché Euronext Paris et par conséquent, aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Paris.

Les actionnaires minoritaires de VISIODENT obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions.

L'Offre permet notamment de répondre au manque de liquidité du titre VISIODENT, les volumes échangés sur le marché s'avérant faibles depuis plusieurs années, et de proposer aux actionnaires minoritaires une sortie du capital de la Société à un Prix de l'Offre extériorisant une prime sur les cours actuels et sur différentes moyennes de cours (1, 3, 6 et 12 mois), ainsi que décrit plus en détail en section 3 de la Note d'Information. En particulier, le Prix de l'Offre extériorise une prime de 18,2 % sur la moyenne pondérée 6 mois des cours de bourse précédant la date d'établissement du rapport d'évaluation tel que présenté en section 3 de la Note d'Information.

1.5. Acquisition d'actions au cours des douze derniers mois par les Co-Initiateurs

La société GROUPE VISIODENT a procédé à des acquisitions d'actions de la Société au cours des douze derniers mois, le dernier achat ayant été effectué le 28 juin 2021).

⁸ Monsieur Morgan OHNONA a apporté 105 000 actions de la Société à HIVISTA lors de la constitution de cette dernière en décembre 2018 mais cet apport n'a pas été retranscrit dans la comptabilité titres de la Société à la suite du refus de l'établissement prêteur de consentir à la mainlevée qui aurait permis cette inscription. La dette personnelle de Monsieur Morgan OHNONA ayant été refinancée dans le cadre de l'Offre, la mainlevée de ce nantissement a été donnée le 8 novembre 2021, permettant la régularisation formelle de l'apport effectué.

Du 20/11/2020 au 19/11/2021	
Entité	GROUPE VISIODENT
Nombre de transactions	33
Nombre total d'actions acquises	11 617
Prix moyen par action	2,45 €
Prix maximum par action	2,50 €
Prix minimum par action	2,30 €

Il est précisé qu'au cours des douze (12) derniers mois (i) Monsieur Morgan OHNONA et HIVISTA n'ont acquis aucune action de la Société et que (ii) GROUPE VISIODENT n'a pas acquis d'actions de la Société à un prix supérieur au Prix d'Offre.

1.6. Principales caractéristiques de l'Offre

1.6.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 19 novembre 2021 par Portzamparc, agissant en qualité d'établissement présentateur. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet le 19 novembre 2021 (Avis de dépôt n°221C3193).

Les Co-Initiateurs se sont irrévocablement engagés à acquérir auprès des actionnaires de VISIODENT les actions de la Société qui leur seront présentées dans le cadre de la présente Offre, au prix de 3 euros par action, pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Portzamparc, en qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Il est précisé que le Prix de l'Offre n'est pas inférieur à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action pendant les soixante jours de négociation précédant le dépôt du projet de Note d'Information et est supérieur au prix le plus élevé payé par GROUPE VISIODENT à l'occasion de ses divers rachats.

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

Les Co-Initiateurs, de concert avec Monsieur Morgan OHNONA, détiennent à ce jour 94,33 % du capital social et 97,01% des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 4 495 001 actions et 8 553 170 droits de vote, le nombre total de droits de vote étant calculé en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur l'intégralité des actions VISIODENT non détenues par les Co-Initiateurs (de concert avec Monsieur Morgan OHNONA), soit 254 817 actions sur un total de 4 495 001 actions VISIODENT, représentant 5,67 % du capital de la Société.

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

1.6.3. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'établissement présentateur, agissant pour le compte des Co-Initiateurs, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 19 novembre 2021. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le même jour⁹. Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information a été diffusé par les Co-Initiateurs.

La Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF le 14 décembre 2021 (le « **Projet de Note en Réponse** »). Le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note en Réponse a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org)¹⁰.

Le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège de la Société et de Portzamparc et a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.visiodent.com). Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par la Société le 14 décembre 2021.

Par décision de conformité en date du 4 janvier 2022, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site internet (www.amf-france.org).

La Note en Réponse de la Société ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, tenue gratuitement à la disposition du public, avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'AMF, au siège de la Société. La Note en Réponse sera également mise en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.visiodent.com).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse sera publié par la Société.

Le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de

⁹ Avis AMF n°221C3193 du 19 novembre 2021

¹⁰ Avis AMF n°221C3458 du 14 décembre 2021

L'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ce document sera également mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.visiodent.com). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ce document sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre et notamment sa prise d'effet.

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

1.6.4. Procédures de présentation des actions à l'Offre Publique de Retrait

Les actionnaires de la Société qui sont inscrits en compte nominatif pur dans les registres de la Société devront demander leur inscription en compte nominatif administré pour apporter leurs actions à l'Offre, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur.

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

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de propriété. Les Co-Initiateurs ont indiqué qu'ils se réservent le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

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

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, deux jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage et commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires de VISIODENT apportant à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tous frais. Aucune commission ne sera versée par les Co-Initiateurs aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de VISIODENT apporteront leurs actions à l'Offre Publique de Retrait.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte des Co-Initiateurs, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est

rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait dans les délais impartis.

Les ordres de présentation des actions à l'Offre Publique de Retrait seront irrévocables.

Portzamparc, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte des Co-Initiateurs, de toutes les actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait conformément à la réglementation applicable.

1.6.5. Termes et modalités du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait et radiation des actions VISIODENT d'Euronext Paris

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions de la Société visées par l'Offre qui n'auront pas été présentées à cette dernière seront transférées aux Co-Initiateurs moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre Publique de Retrait de 3 euros par action VISIODENT, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par les Co-Initiateurs dans un journal d'annonces légales au lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue du Retrait Obligatoire, sur un compte bloqué ouvert à cette fin auprès de Portzamparc, désignée en qualité d'agent centralisateur des opérations d'indemnisation en espèces du retrait obligatoire. Après la clôture des comptes des affiliés, Portzamparc, 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 VISIODENT de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du RGAMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions VISIODENT dont les ayants droits sont restés inconnus seront conservés par Portzamparc pendant une durée de dix ans à compter de la date du 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.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions VISIODENT d'Euronext Paris.

1.6.6. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

Un calendrier, à titre purement indicatif, est proposé à la section 2.6 de la Note d'Information.

1.6.7. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont exposées à la section 2.8 de la Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 261-1-I 1° et 2° et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de VISIODENT, en date du 19 octobre 2021, a nommé le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, afin que ce dernier se prononce sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil ne comportant aucun membre indépendant et à défaut de pouvoir constituer un comité ad hoc tel que visé au III de l'article 261-1 du règlement général, cette désignation a été soumise à l'AMF, qui ne s'y est pas opposée, ce qui a été confirmé le 2 novembre 2021, date à laquelle la désignation du cabinet BM&A Advisory & Support en qualité d'expert indépendant est donc devenue définitive.

En l'absence de comité ad hoc constitué au sein du Conseil, le suivi des travaux de l'Expert Indépendant a notamment été assuré par le Président du Conseil d'administration avec lequel l'Expert Indépendant a pu échanger à de nombreuses reprises.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration s'est réuni le 13 décembre 2021 afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre en ce compris le Retrait Obligatoire, pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Sauf Mme Brigitte RUTKOWSKI et M. David-James SEBAG, qui étaient absents excusés, l'ensemble des membres du conseil étaient présents, à savoir M. Morgan OHNONA, M. Meyer OHNONA, M. Jacques SEBAG et Mme Annie SEBAG.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Morgan OHNONA, en sa qualité de Président du Conseil d'administration et ont rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant sur l'Offre :

- Présentation des principaux termes de l'Offre

Connaissance prise de la documentation d'Offre susvisée et de la présentation qui lui en est faite par le Président, le Conseil d'administration prend acte que :

- L'Offre vise la totalité des actions de la Société non encore détenues par les Co-Initiateurs agissant de concert avec Monsieur Morgan Ohnona, soit 254 817 actions, représentant 5,67% du capital et 2,98% des droits de vote de la Société, étant rappelé les Co-Initiateurs détiennent de concert directement 4 240 184 actions et 8 334 504 droits de vote de la Société, soit 94,33% du capital et 97,02% des droits de vote de la Société.
- Les Co-Initiateurs ont indiqué que le maintien de la cotation de la Société ne leur semblait plus justifié compte tenu de la structure de l'actionnariat et du faible volume d'échange des actions. Le retrait de la cotation résultant du Retrait Obligatoire permettrait en outre de réduire significativement les contraintes législatives et réglementaires incombant à la Société et qui ne lui sont plus adaptées.
- Le Prix d'Offre est de 3 euros par action, étant précisé que les éléments d'appréciation du Prix d'Offre figurent dans la section 3 du Projet de Note d'Information des Co-Initiateurs et ont été préparés par Portzamparc (l'« **Etablissement Présentateur** ») pour le compte des Co-Initiateurs.
- L'Offre sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation à compter de l'ouverture de l'Offre.
- Les Co-Initiateurs ont exprimé leurs intentions pour les douze mois à venir, telles qu'elles figurent dans le Projet de Note d'Information, et ont ainsi notamment indiqué que :
 - L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite des activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre et qu'elle n'entraînera aucune conséquence directe sur la politique en matière d'emploi.
 - L'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de direction de la Société, la Société continuant d'être contrôlée conjointement par les groupes familiaux Sebag et Ohnona.
 - L'Offre n'entraînera aucune synergie dans la mesure où le contrôle de la Société restera stable, l'essentiel des bénéfices attendus résultant de possibles économies liées au retrait de la cotation des actions de la Société.
 - Aucune fusion ou réorganisation juridique de la Société n'était envisagée.
 - La politique de distribution de dividendes pourrait varier à l'avenir en ce que, conformément à la loi applicable et aux statuts de la Société, les Co-Initiateurs se réservent

le droit de proposer aux prochaines assemblées générales de modifier la politique de distribution de dividendes.

- *Les Co-Initiateurs ont indiqué que l'Offre sera suivie par des opérations de restructuration de l'actionnariat de la société Groupe Visiodent (les « **Opérations de Reclassement** ») ; il est ainsi prévu que :*
 - o *Les promesses de ventes consenties par la société Financière York le 20 juin 2019 soient exercées par la société Groupe Visiodent, d'une part et par les sociétés Financière Louisa et Hivista, d'autre part. Pour mémoire, ces promesses peuvent être exercées en tout ou en partie par leurs bénéficiaires au prix de 1,40 euros par action Groupe Visiodent, sur la base des valorisations négociées en juin 2019 en référence par transparence à une valeur de l'action Visiodent de 2,30 euros.*
 - o *Monsieur Morgan Ohnona transfère par voie de cession et/ou d'apport les actions Visiodent qu'il détient à la société Hivista (dont il est l'associé unique) et que cette dernière apporte les actions Visiodent qu'elle détiendra (en ce compris les actions Visiodent acquises dans le cadre de l'Offre) à Groupe Visiodent au Prix d'Offre (i.e. 3 euros par action Visiodent).*

Ces opérations auront pour effet que le groupe familial Ohnona (et au sein de ce dernier Monsieur Morgan Ohnona) se renforce au capital de Visiodent. Il est rappelé à ce titre que, quand bien même le groupe familial Ohnona vienne à détenir plus de 50% du capital et des droits de vote de Groupe Visiodent, les familles Sebag et Ohnona continueraient d'exercer un contrôle conjoint sur la société Groupe Visiodent et, par l'intermédiaire de cette dernière, sur la société Visiodent.

- *Les Co-Initiateurs ont indiqué leur intention de demander immédiatement à l'issue de l'Offre Publique de Retrait la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire conformément aux articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Cette procédure de retrait entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.*
- *Présentation des éléments d'appréciation du Prix d'Offre par les Co-Initiateurs*

Connaissance prise des éléments d'appréciation du Prix d'Offre, tels que figurant dans la section 3 du Projet de Note d'Information, le Conseil relève, sur la base des travaux de l'Etablissement Présentateur, que :

- *Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 15,4% par rapport au cours de clôture du 18 novembre 2021 et des primes respectives de 17,9%, 20,4% et 18,2% sur les moyennes pondérées 30 jours, 60 jours et 6 mois. L'Etablissement Présentateur note cependant que la liquidité du titre est faible, avec 1,2% du capital échangé sur les 12 mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information.*

- *Le Prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 12,0% et 17,1% par rapport aux valeurs par action obtenues par la méthode actualisée des flux de trésorerie (DCF).*
- *Le Prix d'Offre extériorise une prime de 61,8% par rapport à la valorisation obtenue par actualisation des flux de dividendes futurs.*
- *Présentation des travaux de l'Expert Indépendant*

Le Président invite ensuite Monsieur Pierre Béal, représentant le cabinet BM&A Advisory & Support, Expert Indépendant, à présenter les conclusions du rapport établi par ce dernier conformément aux termes de l'article 261-1 I (1° et 2°) et II du règlement général de l'AMF.

Après avoir rappelé le cadre réglementaire de son intervention et de sa mission consistant à apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre, Monsieur Pierre Béal expose aux membres du Conseil les spécificités des travaux d'évaluation menés pour le compte de la Société.

L'Expert Indépendant indique avoir procédé à l'analyse de l'activité, essentiellement axée sur l'édition de logiciels, et du positionnement stratégique de la Société, la concurrence ayant conduit la Société à développer la plateforme Veasy afin de proposer une solution cloud ayant nécessité un important effort de recherche et développement. L'Expert Indépendant a ainsi analysé l'évolution des résultats (chiffre d'affaires, marges d'EBE, résultats), des flux de trésorerie et de la situation bilancielle pour la période de 2014 à 2020/2021.

L'Expert Indépendant a analysé le Plan d'Affaires et constaté à ce titre que la prévision budgétaire 2021 devrait être révisée à la baisse (avec une croissance du chiffre d'affaires qui devrait plutôt se situer autour de 6% et non des 11% initialement prévus). Les prévisions de résultat 2022 et 2023 ont cependant été maintenues et donc conservées comme scénario central pour l'analyse des flux futurs par l'Expert Indépendant.

L'Expert Indépendant a écarté les références à l'actif net comptable (les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés à leur valeur vénale), à l'actif net réévalué (ANR) (cette approche étant globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie, DCF), et à l'actualisation des dividendes et du rendement (auxquelles la méthode des DCF a été privilégiée).

Analyse multicritères effectuée

L'Expert Indépendant a retenu, (i) à titre principal, la méthode des DCF, (ii) à titre secondaire, l'évaluation par les multiples boursiers et, (iii) à titre indicatif, l'analyse des cours de bourse et l'analyse des transactions directes ou indirectes sur le capital de la Société et l'évaluation par les multiples de transactions.

Concernant l'analyse du cours de bourse, retenue à titre indicatif compte tenu de l'étroitesse du flottant et de la faible liquidité de l'action ne cotant pas tous les jours, l'Expert Indépendant relève que les moyennes pondérées des cours calculées sur la base du dernier cours relevé avant le dépôt de

l'Offre (i.e. le 16 novembre 2021) sont assez stables en fonction des fenêtres de calcul retenues en ce qu'elles sont comprises entre 2,49 € sur 3 mois calendaires et 2,52 € sur 6 mois, la moyenne pondérée sur les 20 derniers jours de cotation effective s'établissant à 2,50 €. L'Expert Indépendant a également relevé la relative stabilité du cours, qui pour la période récente de l'année en cours s'est situé dans un tunnel compris entre 2,40 € et 2,60 €.

Concernant les transactions directes et indirectes intervenues sur le capital de la Société, concernant l'acquisition d'actions Visiodent par M. Morgan Ohnona en 2018 (à un prix de 2,50 €), le rachat d'actions Groupe Visiodent par le fonds FIP Select PME 2013 (à un prix par transparence de l'action Visiodent de 2,30 €) et les acquisitions d'actions Visiodent effectuées par Groupe Visiodent sur le marché (au prix moyen unitaire de 2,37 €), ces opérations, anciennes et réalisées sur des fractions minoritaires du capital, ont toutes été réalisées à des prix inférieurs au Prix d'Offre.

L'Expert Indépendant fait ensuite la présentation de l'analyse effectuée par la méthode DCF sur la base du Plan d'Affaires, méthode retenue à titre principal, le Plan d'Affaires ayant été ajusté sur 2021 dans les travaux de l'expert pour tenir compte d'un niveau de chiffre d'affaires sur l'exercice 2021 inférieur aux prévisions du Plan d'Affaires (les prévisions pour 2022 et 2023 ayant en revanche été maintenues).

La valeur centrale des capitaux propres issue du modèle de DCF s'établit à 12,4 m€, soit à 2,75 € par action Visiodent. Cette valeur se compose pour moitié des flux attendus à compter de 2021 et pour les 5 années suivantes, le solde de la valeur provenant pour l'essentiel de la valeur terminale (les ajustements bilanciaux à prendre en compte étant marginaux), sur la base d'un taux d'actualisation estimé à 11,34% par l'Expert Indépendant.

L'Expert Indépendant indique avoir analysé différentes hypothèses d'ajustement du Plan d'Affaires pouvant avoir un impact sur la valeur de l'action. L'Expert a ainsi retenu une hypothèse d'utilisation des produits constatés d'avance plus modérée que celle prévue par le management (à défaut, la valeur de l'action par le DCF se serait établie à un niveau plus élevé, l'impact la valeur centrale étant de 0,21 €). De même, l'Expert a pris en compte des charges omises dans les prévisions alors qu'elles présentent un caractère récurrent (car constatées au cours de chacun des 7 derniers exercices) bien qu'exceptionnel au sens du plan comptable (avec un impact sur la valeur centrale de 0,19 €). Inversement, l'Expert a envisagé (i) une réduction de certaines dépenses de management auprès des deux fondateurs combinée à une création de poste et l'existence d'honoraires de consultants (à défaut de quoi la valeur par l'approche DCF s'établirait alors à 2,65 € contre 2,75 €) et (ii) le cas où le dispositif de crédit d'impôt recherche (CIR) ne serait pas maintenu à son niveau actuel mais à un niveau plus proche du crédit-innovation (auquel cas la valeur intrinsèque calculée par le modèle s'établirait à 2,53 €).

L'Expert Indépendant a effectué une analyse de sensibilité à partir du scénario central en fonction de la variation du taux d'actualisation et d'une hypothèse de retard dans l'accomplissement des objectifs de chiffre d'affaires, étant précisé que le retard dans l'accomplissement des objectifs de chiffre d'affaires aurait un impact à la baisse sur la valeur centrale du modèle de DCF.

Concernant la méthode d'évaluation par les multiples boursiers (chiffre d'affaires, EBE, résultat d'exploitation, résultat net), retenue à titre secondaire compte tenu de la taille beaucoup plus importante des sociétés de l'échantillon, la valeur médiane des analyses effectuées s'établit à 2,54 €, centrée quasiment sur le cours de bourse et donc inférieure au Prix d'Offre.

Enfin, au titre de la méthode des multiples de transactions comparables, tout en relevant les éléments nets de distinction avec la Société et l'absence d'informations publiques concernant certaines de ces opérations, l'Expert Indépendant a analysé les (i) opérations de croissance externe de la société Dedalus (anciennement Medasys) et l'offre publique d'achat simplifiée sur cette même société et (ii) l'acquisition de la société française Epsilog S.A.S. par le groupe allemand CompuGroup Medical en 2019, lesquelles conduisent à une fourchette assez large comprise entre 1,8 € (pour l'opération Epsilog) et 3,1 €, avec une valeur cible de 3 €.

L'Expert Indépendant relève enfin que les Opérations de Reclassement ne révèlent pas d'éléments susceptibles de remettre en cause le principe d'équité de traitement entre les actionnaires.

Analyse des travaux de l'Etablissement Présentateur

L'Expert Indépendant relève que les travaux de l'Etablissement Présentateur conduisent à la conclusion que le prix offert présente une prime par rapport aux différentes méthodes ou références retenues.

L'Expert Indépendant relève, au titre des méthodes employées, que (i) Portzamparc a retenu une évaluation par l'actualisation de dividendes alors que cette approche a été exclue par l'expert et (ii) qu'inversement, l'Expert a développé une approche basée sur les multiples de transactions, ce qui n'a pas été retenu par l'Etablissement Présentateur.

Concernant les résultats des méthodes employées, l'Etablissement Présentateur parvient notamment à une valeur centrale de 2,62 € par la méthode des DCF contre 2,75 € pour l'Expert, ceci étant essentiellement dû à la prise en compte par l'Etablissement Présentateur d'un taux d'actualisation plus important, soit 11,97 % contre 11,34 %), mais étant cependant compensé par le fait qu'il n'a pas ajusté la prévision d'atterrissage 2021 et retenu des hypothèses plus optimistes pour l'extrapolation du Plan d'Affaires.

Les quelques divergences relevées par l'Expert Indépendant n'altèrent pas la conclusion que le Prix d'Offre présente une prime par rapport aux différentes méthodes ou références retenues.

Après avoir souligné que la méthode des DCF, qui est à privilégier selon lui, extériorise une valeur centrale de 2,75 € par rapport à laquelle le Prix d'Offre de 3,0 € et fait ressortir une prime de 9%, l'Expert Indépendant conclut en ces termes :

« Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 3,0 € par action Visiodent proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

Le Président remercie Monsieur Pierre Béal pour la qualité des travaux conduits par l'Expert Indépendant et pour la présentation de son rapport.

- Analyse des termes de l'Offre par le Conseil – avis motivé

RESOLUTION

Après examen des termes de l'Offre tels que figurant dans :

- *le Projet de Note d'Information ;*
- *le Rapport de l'Expert Indépendant ; et*
- *le Projet de Note en Réponse de la Société ;*

Après avoir pris acte des motifs de l'Offre et des intentions des Co-Initiateurs concernant la Société et de l'absence de question de la part des actionnaires à l'attention de la Société et de l'Expert Indépendant, sur la base des diligences accomplies et des conclusions de l'Expert Indépendant ;

et après avoir relevé que :

- *Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société :*
 - *L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite des activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre et qu'elle n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de direction de la Société ni aucune fusion ou réorganisation juridique.*
 - *L'Offre n'entraînera pas de synergie dans la mesure où le contrôle de la Société restera stable, les uniques bénéfices attendus résultant de possibles économies liées au retrait de la cotation des actions de la Société.*
 - *L'Offre sera suivie des Opérations de Reclassement au capital de la société Groupe Visiodent par les actionnaires historiques de référence contrôlant la Société qui auront pour effet que le groupe familial Ohnona (et au sein de ce dernier Monsieur Morgan Ohnona) se renforce au capital de la société Groupe Visiodent ; étant précisé qu'en toute hypothèse les familles Sebag et Ohnona continueront d'exercer un contrôle conjoint sur la société Groupe Visiodent et, par l'intermédiaire de cette dernière, sur la société Visiodent.*
- *Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les actionnaires :*
 - *L'offre représente pour les actionnaires minoritaires de la Société une opportunité de liquidité immédiate ;*
 - *Le Prix d'Offre est de 3 euros par action extériorisant une prime de 15,4% par rapport au dernier cours relevé avant le dépôt de l'Offre le 16 novembre 2021 et des primes comprises*

entre 19,0% et 20,7% sur les moyennes pondérées 3 mois, 6 mois, 12 et sur les 20 derniers jours de cotation effective ;

- *Le Prix d'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation présentés par l'Expert Indépendant (tels que figurant dans le rapport de ce dernier) en ce que le Prix d'Offre présente une prime par rapport à l'ensemble des différentes méthodes ou références retenues ;*
- *La méthode du DCF, privilégiée par l'Expert Indépendant, conduit à une valeur centrale de 2,75 €, qui fait ressortir une prime de 9 %. Cette valeur est inscrite dans une fourchette comprise entre 2,57 € et 2,96 €. La valeur de 2,75 € repose sur une définition du cash-flow libre favorable aux intérêts des actionnaires minoritaires, des approches plus restrictives aboutissant, selon les calculs de l'Expert Indépendant, à une valeur comprise entre le cours de bourse de 2,50 € et une valeur intermédiaire de 2,67 € ;*
- *La méthode d'évaluation par les multiples boursiers, retenue à titre secondaire par l'Expert Indépendant compte tenu de la taille beaucoup plus importante des sociétés de l'échantillon et du profil spécifique de la Société, conduit à une valeur médiane de 2,54 €, le Prix d'Offre extériorisant donc une prime de 18,1% sur la base de ce critère ;*
- *Les autres méthodes employées, des multiples de transactions (dont la portée est elle-même limitée) et des transactions directes ou indirectes sur le capital de la Société, qui n'ont été retenues qu'à titre indicatif ou de recoupement par l'Expert Indépendant, font ressortir des valeurs qui ne dépassent pas le Prix d'Offre, étant précisé que les transactions sur le capital de Groupe Visiodent ou de Visiodent ont été effectuées sur la base de valeurs comprises entre 2,30 € et 2,50 € ;*
- *Les Opérations de Reclassement relatives à la réorganisation du capital de la holding Groupe Visiodent auront lieu, selon le cas, (i) au prix négocié dans le cadre de la conclusion desdits accords en 2019 (par transparence avec le cours de l'action Visiodent à l'époque) ou (ii) au Prix d'Offre pour les opérations d'apport envisagées par Monsieur Morgan Ohnona, aucune rupture d'égalité entre actionnaires n'étant donc constatée à ce titre ;*
- *L'Expert Indépendant a conclu, à l'issue de ses travaux, que le Prix d'Offre de 3 euros par action Visiodent proposé dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.*
- *Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur les salariés :*
 - *Le Conseil prend acte que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que de ce fait l'Offre n'aura pas d'incidence sur la politique de la Société en matière d'emploi.*

Après en avoir délibéré et compte tenu de ce qui précède, le Conseil d'administration :

- **Considère** que le projet d'Offre est conforme tant aux intérêts de la Société qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **Approuve** le projet d'Offre tel que décrit dans le Projet de Note d'Information établi par les Co-Initiateurs et décide d'émettre un avis favorable à l'Offre ;
- **Recommande** par conséquent aux actionnaires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs Actions à l'Offre, étant précisé que les actions non apportées à l'Offre seront transférées aux Co-Initiateurs dans le cadre du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Offre Publique de Retrait ;
- **Approuve** le Projet de Note en Réponse, le projet de document « Autres Informations » de la Société et le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse ;
- **Confère** par conséquent tous pouvoirs à Monsieur Morgan Ohnona, avec faculté de se substituer toute personne de son choix, à l'effet :
 - (i) de finaliser la documentation d'offre et notamment le Projet de Note en Réponse de la Société ainsi que le document « Autres Informations » de la Société relative aux « caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables »,
 - (ii) de signer tout document relatif au Projet de Note en Réponse, et
 - (iii) plus généralement de signer tous documents, attestations et actes et accomplir toutes formalités requis(es) dans le cadre de l'Offre ;

Sauf Monsieur David-James Sebag et Madame Brigitte Rutkowski Benarrosh qui sont absents excusés, cette résolution est adoptée à l'unanimité des administrateurs.

- *Intentions des membres du Conseil d'administration*

Le Président rappelle que chacun des membres du Conseil doit indiquer, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 6° du règlement général de l'AMF, s'il entend apporter ou ne pas apporter ses actions à l'Offre et que cette information doit figurer dans le Projet de Note en Réponse.

Seul Monsieur Morgan Ohnona détient des actions de la Société, à savoir 195 000 actions. Monsieur Morgan Ohnona agit de concert avec les Co-Initiateurs et en conséquence n'apportera pas ses actions dans le cadre de l'Offre.

Il a été précisé que, dans le cadre des Opérations de Reclassement, les actions Visiodent qu'il détient seront apportées et/ou cédées à sa holding Hivista au Prix d'Offre, pour être à leur tour apportées par cette dernière dans les mêmes conditions notamment de prix à Groupe Visiodent de sorte que le

capital de Visiodent soit intégralement détenu par Groupe Visiodent (sauf une action par Monsieur Morgan Ohnona afin que la Société comporte deux associés).

- *Intentions de la Société concernant les actions auto-détenues*

Le Président rappelle que la Société ne détient pas d'actions en auto-détention. Le Conseil en prend acte. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

À la date de la Note en Réponse, aucun membre du conseil d'administration de la Société autre que Monsieur Morgan OHNONA ne détient d'actions de la Société.

Comme décrit dans la Section 1.2.3, ainsi que dans la section 1.1.1 de la Note d'Information, il est envisagé que Monsieur Morgan OHNONA transfère (par voie de cession et/ou d'apport) les actions VISIODENT qu'il détient à HIVISTA (dont il est l'associé unique) et que cette dernière apporte les actions VISIODENT qu'elle détiendra (en ce compris les actions VISIODENT acquises dans le cadre de l'Offre) à GROUPE VISIODENT (au Prix de l'Offre) de sorte que le capital de VISIODENT soit intégralement détenu (sauf une action qui restera détenue par M. Morgan OHNONA afin que la Société comporte deux associés) par GROUPE VISIODENT.

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

La Société ne détient aucune de ses actions.

5. INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article L. 2312-50 du Code du travail, les salariés de VISIODENT ont été informés de l'Offre et la Note d'Information leur sera communiquée sans délai après son dépôt par les Co-Initiateurs auprès de l'AMF.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1-I 1° et 2° et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de VISIODENT, en date du 19 octobre 2021, a nommé le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, afin que ce dernier se prononce sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

La Note en Réponse contient le rapport de l'Expert Indépendant reproduit en Annexe ci-après ayant conclu au caractère équitable du Prix d'Offre en ces termes :

« Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Visiodent auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 3,0 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Visiodent		Valeur par action			Prime/ (Décote)
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse au 16 novembre 2021 (3)	12 mois	2,02	2,51	3,00	19,6%
	6 mois	2,02	2,52	3,00	19,0%
	3 mois	2,02	2,49	2,78	20,7%
	60 jours de bourse				
	20 jours de bourse	2,12	2,50	2,78	20,1%
	Spot	2,60	2,60	2,60	15,4%
Actualisation des flux (1)	DCF	2,57	2,75	2,96	9,0%
Comparables boursiers (2)		2,21	2,54	2,85	18,1%
Comparables transactionnels (3)		1,83	3,00	3,11	0,0%
Transaction sur le capital (3)		2,30	2,40	2,50	25,0%
Actif net comptable (3)	31-déc.-20		0,65		364,4%
	30-juin-21		0,64		371,4%

(1) Retenue à titre principal

(2) Retenue à titre secondaire

(3) Retenue à titre de recoupement ou d'information

En l'absence de société cotée comparable de même taille ou de transactions sectorielles suffisamment renseignées et récentes pour être parfaitement transposables, la méthode du DCF est à notre avis celle qu'il convient de privilégier. Selon notre modèle, elle conduit à une valeur centrale de 2,75 € qui correspond selon nous à la valeur intrinsèque théorique de l'action Visiodent, pour un actionnaire minoritaire dans un contexte de liquidité satisfaisante. Selon nos analyses, la pertinence du cours de bourse, qui se situe autour de 2,50 € avant dépôt du projet d'Offre, est en revanche obérée par un flottant réduit et une liquidité faible.

Par rapport à la valeur centrale du DCF, le prix de 3,0 € proposé fait ressortir une prime de 9 %. Cette valeur est inscrite dans une fourchette comprise entre 2,57 € et 2,96 €. Cette dernière encadre les résultats du modèle de DCF mis en œuvre par la Banque. Comme nous l'avons indiqué, la valeur 2,75 € repose sur une définition du cash-flow libre qui est des plus favorables. Des approches plus restrictives seraient sans doute plus conformes à une évaluation stand alone, laquelle est censée épouser le point de vue des actionnaires minoritaires. Elles aboutiraient, selon nos calculs, à une valeur comprise entre le cours de bourse de 2,50 € et une valeur intermédiaire de 2,67 €.

Enfin, il convient de remarquer que des transactions intervenues en 2018 et en 2019 ont impliqué comme cessionnaires les principaux actionnaires du concert exerçant le contrôle sur le capital de la Société. Elles font ressortir des valeurs comprises entre 2,30 € et 2,50, soit en moyenne une valeur de 2,40 € inférieure au prix de l'Offre.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 3,0 € par action Visiodent proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

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

En dehors des opérations de restructuration de l'actionnariat du groupe liées à la réalisation des Accords portant sur les actions de GROUPE VISIODENT et au reclassement de la participation de Monsieur Morgan OHNONA (Section 1.2), étant rappelé que ces Accords ont été conclus en 2019 sur la base d'un prix par transparence inférieur au Prix de l'Offre, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre Publique de Retrait.

Il est précisé que le contrôle de la société GROUPE VISIODENT et de la société VISIODENT est et restera exercé conjointement par les associés fondateurs (i.e. des groupes familiaux SEBAG et OHNONA) conformément aux termes des statuts de la société GROUPE VISIODENT et du pacte d'associés continuant de lier les associés de GROUPE VISIODENT.

Les accords entre associés prévoient que les décisions importantes (telles que définies par les statuts de la société et le pacte) sont soumises à l'approbation préalable du Comité Stratégique de GROUPE VISIODENT (composé paritairement de membres de chacun des groupes familiaux SEBAG et OHNONA). Les transferts de titres sont par ailleurs régis par des clauses usuelles du pacte d'associés toujours en vigueur (i.e. préemption, droit de sortie conjointe proportionnelle ou totale, obligation de sortie conjointe, voir Section 8.6).

8. ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. Structure du capital de la Société

Aux termes de l'article 7 des statuts de la Société, le capital social de la Société s'élève à 719 200,16 euros, divisé en 4 495 001 actions ordinaires et toutes de même catégorie de 0,16 euro de valeur nominale.

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

	Actions	% capital social	Droits de vote ^(*)	% Droits de vote ^(*)
Groupe Visiodent	3 940 184	87,66%	7 847 233	91,75%
Morgan OHNONA	195 000	4,34%	345 000	4,03%
Hivista	105 000	2,34%	105 000	1,23%
<i>Total Concert</i>	<i>4 240 184</i>	<i>94,33%</i>	<i>8 297 233</i>	<i>97,01%</i>
Public	254 817	5,67%	255 937	2,99%
Total	4 495 001	100,00%	8 553 170	100,00%

(*) Les pourcentages en droits de vote ont été calculés sur la base du nombre total d'actions émises auxquelles est attaché un droit de vote, y compris les actions auto-détenues privées du droit de vote, en application de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF (nombre de droits de vote théoriques).

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

8.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de Commerce

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

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

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 11.2 des statuts de la Société stipule :

« Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert,

qui vient à posséder, de quelque manière que ce soit, au sens de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, un nombre de titres représentant, immédiatement ou à terme, une fraction égale à 2,5% du capital et / ou des droits de vote aux Assemblées, ou tout multiple de ce pourcentage et ce, même si ce multiple dépasse le seuil légal de 5%

doit informer la société du nombre total de titres qu'elle possède par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social dans un délai de 15 jours à compter du franchissement de l'un de ces seuils, ou par tout autre moyen équivalent pour les Actionnaires ou porteurs de titres résidents hors de France.

Cette obligation d'information s'applique dans les mêmes conditions que celles prévues ci-dessus chaque fois que la fraction de capital social et / ou des droits de vote possédée devient inférieure à l'un des seuils prévus ci-dessus.

En cas de non respect des stipulations ci-dessus, les actions excédant le seuil donnant lieu à déclaration sont privées du droit de vote si cette privation est demandée par un ou plusieurs actionnaires possédant ensemble ou séparément 5% au moins du capital et / ou des droits de vote de la société, dans les conditions visées à l'article L. 233-7-VI du Code de commerce.

En cas de régularisation, les droits de vote correspondants ne peuvent être exercés jusqu'à l'expiration du délai prévu par la loi ou la réglementation en vigueur. »

Transfert d'actions

Aucune disposition des statuts de la Société ne limite le transfert de ses actions.

Droits de vote double

En application des dispositions de l'article 12.2 des statuts de la Société, un droit de vote double s'applique de plein droit aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

En dehors des Accords mentionnés aux Sections 1.2.2 et 8.6, la Société n'a connaissance d'aucune convention en vigueur prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société.

8.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 8.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2021, la Société n'a reçu aucune déclaration de franchissement de seuil.

Il est précisé que GROUPE VISIODENT a procédé à des acquisitions d'actions de la Société au cours des douze derniers mois précédant le dépôt du projet de note d'information, le dernier achat ayant été effectué le 28 juin 2021 :

Du 20/11/2020 au 19/11/2021	
Entité	GROUPE VISIODENT
Nombre de transactions	33
Nombre total d'actions acquises	11 617
Prix moyen par action	2,45 €
Prix maximum par action	2,50 €
Prix minimum par action	2,30 €

8.4. Liste des détenteurs de tout titre conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle

L'article 12.2 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué, dans les conditions légales, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

Les actionnaires peuvent renoncer définitivement en tout ou partie, ou en vue de la prochaine assemblée générale, à leur droit de vote double, par une notification adressée à la Société.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, la durée de détention des actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit, se calcule à compter de l'inscription des nouvelles actions attribuées.

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

Le transfert par suite de succession, de liquidation, de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus audit article, y compris en cas de transfert de nue-propriété et / ou de l'usufruit.

En cas de transfert de l'usufruit d'actions ayant un droit de vote double, le nue-propiétaire et l'usufruitier bénéficient chacun du droit de vote double.

Le transfert par un actionnaire détenant tant des actions à droit de vote double que des actions n'en bénéficiant pas, est réputé porter en premier sur les actions dépourvues de droit de vote double.

8.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

8.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

La société GROUPE VISIODENT et Monsieur Morgan OHNONA (directement et indirectement par l'intermédiaire de la société HIVISTA qu'il détient à 100%) agissent de concert aux termes d'un pacte conclu en date du 24 septembre 2014¹¹.

¹¹ Ce pacte a fait l'objet d'une déclaration à l'AMF en application des dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce (voir avis 214C1987 en date du 26 septembre 2014). Le pacte avait initialement également été conclu par Messieurs Steve OHNONA et Gad BITTON.

Ce pacte prévoit (i) une obligation de concertation préalablement à toute décision devant être prise en assemblée générale de VISIODENT, (ii) un droit de préemption de GROUPE VISIODENT en cas de transfert par Morgan OHNONA (ou HIVISTA) des titres VISIODENT et (iii) un droit de sortie forcée au profit de GROUPE VISIODENT par lequel Monsieur Morgan OHNONA s'est engagé (pour lui-même et désormais également pour HIVISTA) à céder ses actions VISIODENT en cas d'offre sur 100% du capital de VISIODENT acceptée par GROUPE VISIODENT.

Il est rappelé (comme indiqué ci-dessus à la Section 1.2.3) que Monsieur Morgan OHNONA envisage de transférer à GROUPE VISIODENT l'ensemble des titres VISIODENT qu'il détient directement ou indirectement par l'intermédiaire de HIVISTA.

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

Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration constitué de trois membres au minimum et de dix-huit membres au maximum.

Le mandat des administrateurs est de six ans et prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Ils sont toujours rééligibles. Toutefois le conseil d'administration a la faculté, en cas de vacance d'un ou plusieurs administrateurs, de procéder par voie de cooptation, entre deux assemblées générales. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 28 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société. Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut augmenter les engagements des actionnaires.

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

Compte tenu de la cession des 150.000 actions VISIODENT par Messieurs Gad BITTON et Steve OHNONA au profit de Monsieur Morgan OHNONA en mai 2018, le pacte est resté en vigueur et l'action de concert applicable entre GROUPE VISIODENT et Monsieur Morgan OHNONA.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté à distance. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

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

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration sont décrits à l'article 16 des statuts de la Société.

Le conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société dans la limite de l'objet social et des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

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

Il est précisé qu'en dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi, rappelés par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration de la Société ne dispose d'aucune délégation ou autorisation donnée par l'assemblée générale des actionnaires.

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

À la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière était déjà contrôlée par les Co-Initiateurs, agissant de concert avec Monsieur Morgan OHNONA, à la date de la Note en Réponse.

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

Néant.

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

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

9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

La Note en Réponse établie par VISIODENT est disponible sur les sites internet de la Société (www.visiodent.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais au siège social 82, rue Villeneuve – 92110 Clichy.

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, le document d'information relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de VISIODENT sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Morgan OHNONA
Président-Directeur Général

ANNEXE – RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT

BMA



Visiodent

Expertise indépendante

Projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire

Décembre 2021

SOMMAIRE

Table des matières

SOMMAIRE	2
1 CONTEXTE DE L'OPERATION	3
2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	4
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	4
2.2 Déclaration d'indépendance	4
2.3 Rémunération de l'expert	5
2.4 Diligences effectuées par l'expert	5
3 PRESENTATION DE VISIODENT	7
3.1 Activité et positionnement stratégique	7
3.2 Analyse des comptes publiés	9
3.2.1 Évolution des résultats	9
3.2.2 Évolution des flux de trésorerie	14
3.2.3 Évolution de la situation bilancielle.....	15
3.3 Perspectives et plan d'affaires	17
3.3.1 Une prévision budgétaire 2021 devant être révisée à la baisse.....	17
3.3.2 Maintien des prévisions de résultat 2022 et 2023	17
3.3.3 Ajustement de la prévision d'investissement 2021 et des anticipations d'EFR	17
3.3.4 Extrapolation du plan d'affaires et rentabilité normative.....	18
4 TRAVAUX D'EVALUATION	19
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	19
4.1.1 Nombre de titres	19
4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	19
4.2 Méthodes ou références non retenues	19
4.2.1 Actif net comptable	19
4.2.2 Actif net comptable réévalué ou ANR	20
4.2.3 Actualisation de dividendes et rendement	20
4.3 Critère et méthodes retenus	20
4.3.1 Cours de bourse.....	20
4.3.2 Transactions sur le capital de la Société.....	24
4.3.3 Evaluation par la méthode DCF	25
4.3.4 Evaluation par les multiples boursiers.....	29
4.3.5 Evaluation par les multiples de transactions.....	33
5 ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR	37
6 CONCLUSION	40
7 ANNEXES	42
7.1 Lettre de mission	42
7.2 Détail du calcul du taux d'actualisation	44

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Le 19 novembre 2021, Portzamparc (ci-après « **Portzamparc** », l'« **Établissement présentateur** » ou la « **Banque** ») a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») un projet d'offre publique de retrait (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPR** ») initié par les sociétés Groupe Visident¹ et Hivista² (ci-après, ensemble, les « **Co-initiateurs** ») et visant les actions de la société Visident (ci-après « **Visident** » ou la « **Société** »).

Dans le cadre de cette Offre, les Co-initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir en numéraire les actions Visident qu'ils ne détiennent pas au prix unitaire de 3 € payable en numéraire.

Préalablement à l'Offre, les Co-initiateurs, agissant de concert avec monsieur Morgan Ohnona³, détiennent 4 240 184 actions et 8 334 504 droits de vote de la Société, soit 94,33 % du capital et 97,02 % des droits de vote, détaillés comme suit :

Visident Actionnariat au 19 novembre 2021	Actions		Droits de vote	
	nombre	%	nombre	%
Groupe Visident	3 940 184	87,66%	7 839 504	91,26%
Morgan Ohnona	195 000	4,34%	390 000	4,54%
Hivista	105 000	2,34%	105 000	1,22%
Sous-total Concert	4 240 184	94,33%	8 334 504	97,02%
Public	254 817	5,67%	255 937	2,98%
Total	4 495 001	100,00%	8 590 441	100,00%

Selon les Co-initiateurs, le maintien de la cotation des actions de la Société n'est plus justifié compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat et du faible volume d'échanges. Ainsi, et dans la mesure où les Co-initiateurs, de concert avec monsieur Morgan Ohnona, détiennent plus de 90 % du capital et des droits de vote de Visident, l'Offre sera suivie d'un retrait obligatoire moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix d'Offre soit 3 €.

Sur un horizon de 12 mois à la suite de l'Offre, les Co-initiateurs indiquent que la Société entend poursuivre la stratégie actuellement mise en œuvre sans qu'il y ait d'incidence sur la politique d'emploi, sur la gouvernance de la Société ou son organisation juridique⁴ et se réservent le droit de modifier la politique de distribution de dividendes. Hormis les économies résultant de la sortie de cote de la Société, les Co-initiateurs n'anticipent pas la réalisation de synergie.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 19 octobre 2021 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Visident. Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où des dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

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

¹ Groupe Visident est une SAS détenue et contrôlée conjointement par les familles Sebag (53,16 %) et Ohnona (46,84 %).

² Hivista est une EURL détenue à 100 % par monsieur Morgan Ohnona.

³ Monsieur Morgan Ohnona est président-directeur général de Visident.

⁴ Toutefois une réorganisation du capital de Groupe Visident est prévue au titre d'accords conclus en juin 2019, cf. § 4.2.2.

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S » ou « BM&A »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte environ 180 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 25 associés, personnes physiques.

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

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

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

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Alès Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre Publique d'Achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities
nov-19	Offre Publique de Rachat d'Actions	Iliad	n/a	CACIB & Société Générale
mai-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Blue Solutions	Bolloré SE	Natixis & BNP Paribas
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities

2.2 Déclaration d'indépendance

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

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

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

Nous rappelons que BM&A avait été désigné expert indépendant dans la cadre d'OPAS visant les actions Visiodent initiée par Groupe Visiodent en septembre 2014.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 50 000 hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé, et Roland Clère, *senior manager* spécialisé en évaluation financière des entreprises.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Offre envisagée le 17 septembre 2021. À la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Visiodent, intervenue le 19 octobre 2021, nous avons commencé nos travaux ce même jour et les avons achevés le 13 décembre 2021, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

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

- Visiodent :
 - Morgan Ohnona, Président-directeur général
- Portzamparc – Établissement présentateur :
 - Stanislas Jannet, Managing director - Corporate Finance
 - Jérémy Sallée, analyste financier
- De Gaulle Fleurance & Associés (Cabinet d'avocats, conseil de la Société) :
 - Me François Couhadon, avocat associé

Nous précisons qu'à ce jour, nous n'avons rencontré aucun actionnaire minoritaire de la société Visiodent ni reçu de question émanant de leur part.

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

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- iv) l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du *business model* ;
- v) les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires produit par le management ;

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
- iii) analyser les comptes historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Portzamparc afin de réaliser un examen critique ;
- vii) rédiger notre projet de rapport.

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

- du projet de note d'information concernant le projet d'offre publique de retrait ;
- du plan d'affaires 2021-2023 produit par le management ;
- du projet de rapport d'évaluation de la Banque présentatrice ;
- des comptes annuels de la Société de 2013 à 2020 ;
- des comptes semestriels de la Société au 30 juin 2021 ;
- du traité d'apport partiel d'actif de la société Visident à la société Dentalprivé ;
- de la documentation juridique relative aux accords entre d'une part, le fonds FIP Select PME 2013 et Groupe Visident organisant la sortie du fonds en juin 2019, et d'autre part, les accords conclus entre les actionnaires de Groupe Visident.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv⁵ et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de Visident nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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

⁵ Anciennement Thomson-Reuters.

3 | PRESENTATION DE VISIODENT

3.1 Activité et positionnement stratégique

a) Un éditeur de logiciel et une entreprise familiale

Éditeur de logiciels de gestion pour les cabinets dentaires, Visiodent a été fondée en 1983 par Messieurs Meyer Ohnona et Jacques Sebag, tous deux docteurs en chirurgie dentaire. La Société qui est cotée depuis 1999, a fait l'objet en 2014⁶, d'une offre publique d'achat simplifiée initiée par le concert réuni autour de Groupe Visiodent, qui est également le principal actionnaire du concert à l'origine de la présente Offre. Cette opération avait permis aux initiateurs de l'époque de faire passer leur pourcentage de détention du capital de 58,69 % à 86,05 %. Ainsi, l'entreprise qui était alors déjà placée sous un contrôle familial, a vu ce dernier se renforcer sensiblement à cette occasion. En 2013, les deux fondateurs ont pris leur retraite tout en continuant à s'impliquer dans les choix stratégiques de la Société, et en fournissant ainsi leurs conseils à monsieur Morgan Ohnona qui occupe depuis lors le poste de Président directeur général.

b) Une PME structurée avec une culture technique

En 2020, la Société compte 51 salariés, dont 32 cadres et 19 employés. Sa direction se compose de son président directeur général, Monsieur Morgan Ohnona, assisté d'un directeur commercial, monsieur Gad Bitton, qui était déjà en poste avant 2014. La direction de l'entreprise repose également sur un responsable technique, une responsable administrative, une chef comptable et sur une personne en charge de la gestion des ressources humaines. On notera que les effectifs comprenaient en 2020, 12 ingénieurs développeurs et un ingénieur en charge de la R&D.

c) Une présence sur un marché en croissance et en mutation

Visiodent a réalisé en 2020, année de la survenance de la crise sanitaire, un chiffre d'affaires de 9,1 m€, en hausse de 10 %. Elle a pour principale activité l'édition de logiciels de gestion pour les cabinets et les cliniques dentaires ainsi que pour les centres de soins dentaires des compagnies mutuelles d'assurance et des caisses primaires d'assurance maladie (CPAM). Par ailleurs, avec « Dentalprime.fr », elle dispose depuis fin 2012 d'un site Internet de vente de consommables et de fournitures pour soins dentaires à destination des professionnels.

Son fonds de commerce a toujours été situé essentiellement en France, où elle a réalisé 96 % de son chiffre d'affaires en 2020. Elle compte 8 010 clients disposant d'une licence d'utilisation d'un de ses logiciels (fin 2020). Cette clientèle se compose en premier lieu de chirurgiens – dentistes exerçant une activité libérale (seuls ou en association). Elle comprend aussi des praticiens salariés au sein des centres de soins mutualistes ou de ceux des caisses primaires d'assurance maladie.

Visiodent s'adresse à un marché en expansion par le nombre de praticiens, qui ont tendance à se regrouper en s'associant ou à exercer en plus grand nombre au sein de centres organisés en réseaux, dont certains sont déjà pluridisciplinaires. On compte en France environ 42 000 chirurgiens – dentistes en exercice au début de janvier 2021⁷. Ce nombre s'est accru de 4,8 % depuis 2012 et devrait continuer de progresser dans les années à venir, la profession ayant bénéficié de l'augmentation du numerus clausus intervenue en 2012, et de celle du nombre de praticiens diplômés à l'étranger. Elle compte un nombre croissant de femmes, et voit par ailleurs rajeunir sa moyenne d'âge et augmenter le pourcentage de salariés, lesquels représentent 7 % de la profession, contre 4 % en 2012. La Société opère donc sur un marché en mutation, ce qui l'oblige à adapter son offre, la tendance au développement des centres de soins pluridisciplinaires étant une mutation qui marquera l'évolution du secteur de l'édition de logiciels du secteur de la santé. En effet, ces centres sont demandeurs de logiciels polyvalents et des éditeurs tels que Visiodent développent désormais des applications en dehors du secteur dentaire, alors que des

⁶ Offre mise en œuvre du 17 octobre au 6 novembre 2014 inclus.

⁷ Selon la Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques du ministère de la santé (étude de la démographie de quatre professions médicales, publiée le 26 mars 2021).

éditeurs présents en médecine généraliste, spécialisée ou sur le segment des auxiliaires médicaux, doivent élaborer des logiciels adaptés au secteur de la chirurgie dentaire.

d) L'adaptation de l'offre de Visident à un marché concurrentiel et innovant

Selon le management, la part de marché de la Société dans l'édition de logiciels pour les cabinets libéraux, la positionne troisième, derrière le leader historique du secteur, la société Julie Solutions (détenue par le groupe américain Henry Schein) et la société française Imagex (dont les logiciels sont commercialisés sous la marque LOGOSw). Depuis 2014, la société a été confrontée à une érosion de sa part de marché sur ce segment, cédant sa seconde place. Le lancement de l'offre Veasy doit permettre de remédier cette tendance. Inversement, la Société renforce sa position sur le segment des centres de soins mutualistes où elle occupe la deuxième place derrière la société Idem Santé (détenue par le groupe français SOFTWAY MEDICAL SERVICES).

L'offre commerciale de Visident comprend trois segments :

- L'édition de logiciels de gestion, est la première source de revenu de Visident. À celle-ci est associée la vente de services connexes, comme la formation à leur utilisation, le télésecrétariat, le « backup » ou encore la création de sites internet. En 2020, ce pôle « services » représentait 73 % du chiffre d'affaires de la Société, dont 84 % provenaient de la vente des licences et de contrats de maintenance associés.

Les logiciels qui ont été développés sous environnement Android, iOS, Windows et Windows Phone, ou Apple, offrent une large palette de fonctionnalités comprenant notamment la gestion des agendas et des rendez-vous (avec envoi possible de rappels aux patients par SMS), l'enregistrement des règlements et le rapprochement bancaire, la télétransmission des feuilles de soins, en passant par les outils de paye, de tiers payant, tout en permettant la consultation et la mise à jour des dossiers des patients, ainsi que la gestion des stocks et la traçabilité.

Depuis 2017, la Société a profondément modernisé son offre, en développant la plateforme Veasy, qui a été mise en service à partir de 2018 et déployée en premier lieu dans les réseaux de centres dentaires mutualistes, puis auprès des cabinets libéraux les années suivantes. Il s'agit d'une solution *cloud* de stockage et d'opérabilité à distance, offrant plus de sécurité⁸ et davantage d'ergonomie pour l'utilisation sur tablettes et smartphones. Cette évolution technique majeure était rendue nécessaire pour contrer la concurrence. Les anciens logiciels ne sont donc plus commercialisés (sauf renouvellement) et l'ensemble de la base installée continue de migrer sous Veasy. Ce nécessaire maintien à niveau technologique engendre un effort important de recherche et de développement.

Les anciennes licences jusqu'au lancement de Veasy, sont accordées pour un an, payables d'avance, et s'accompagnent d'un service de maintenance et d'assistance auquel souscrivent plus de 95 % des clients libéraux. Les nouvelles licences Veasy sont accordées pour 3 ans et payables mensuellement à terme à échoir. Les prix - catalogue des abonnements à Veasy, par mois et par praticien, varient entre 99 € TTC pour la formule de base, 129 € TTC pour une version offrant l'ensemble des fonctionnalités – métier et 149 € TTC avec une fonctionnalité additionnelle de rapprochement bancaire. Les réseaux mutualistes et publics s'engagent pour leur part pour trois ans en procédant à des appels d'offre ;

- Depuis 2012, la Société dispose d'un site Internet de fourniture de consommables, DENTAL PRIVE (anciennement DENTAL ECO). Ce site propose une interface pour le réapprovisionnement des stocks qui complète les logiciels de gestion Visident sur leur suivi et leur traçabilité. Il s'agit d'une activité de négoce qui n'engendre pas de stocks chez Visident, l'approvisionnement des marchandises et leur livraison étant fournis par des prestataires. DENTAL PRIVE a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 1 974 k€, en hausse de 36 % (contre une augmentation de 1,3 % l'année précédente), du fait principalement des mesures de prophylaxie qui ont dû être prises pour endiguer la propagation de la pandémie de COVID 19. Dans ce contexte exceptionnel, les cabinets ont aussi constitué des stocks de précaution ;
- Enfin, Visident poursuit une activité historique de vente de systèmes d'imagerie radiologique. Il s'agit d'équipements de petite taille, ou « capteurs », permettant des prises de vues radiologiques locales, intra-orales. Ces équipements dont la fabrication est sous-traitée, sont vendus sous la marque Visident. Cette

⁸ Les données n'ont plus à être stockées par les praticiens, leurs intégrités juridique (RGPD) et physique étant assumées par la Société et les hébergeurs auxquels elle a recours, lesquels sont situés en France et agréés par le ministère de la santé.

activité est devenue marginale et ne représentait plus que 5 % du chiffre d'affaires en 2020, contre encore 30 % en 2014, les fabricants de ce type d'appareils ayant opté pour la vente directe ou ayant choisi de les inclure comme produits d'appel dans leur offre de dispositifs panoramiques.

e) Synthèse

La société est ainsi une PME familiale, structurée, et positionnée sur un segment de niche à valeur ajoutée dans le domaine de l'édition informatique pour le secteur de la dentisterie, et bientôt pour d'autres métiers de la santé. L'offre de Visiodent se caractérise par un positionnement-prix relativement haut de gamme et par des développements non standardisés réalisés pour les centres de soins.

Elle doit faire face à une concurrence dynamique, notamment sur son cœur de métier, celui des cabinets libéraux, ainsi qu'à l'accélération du rythme de l'innovation technologique. Dans ce contexte, la Société a choisi de produire un effort soutenu de R&D dont elle ne s'attend pas à ce qu'il puisse être relâché, la polyvalence croissante des centres de soins marquant une nouvelle étape dans l'évolution de son environnement concurrentiel, avec l'arrivée attendue de nouveaux entrants et l'émergence, toujours possible, de nouvelles technologies.

3.2 Analyse des comptes publiés

Il est précisé à titre préliminaire, que Visiodent n'ayant pas de filiale jusqu'à la publication de ses comptes semestriels 2021, n'a pas matière à publier des comptes consolidés⁹. Elle n'est donc pas tenue d'établir des comptes selon les normes internationales (IFRS). Les comptes sont par conséquent établis en application des règles prescrites par le plan comptable général, et en conformité avec les dispositions du Code du commerce (articles L123-12 à L123-38) ainsi qu'avec les règlements de l'Autorité des normes comptables (ANC). Les comptes de la Société correspondent ainsi strictement à ceux qui sont communiqués à l'administration fiscale sous forme de liasses, en vue de la détermination de l'impôt sur les sociétés.

Les principales différences entre les comptes ainsi préparés et ceux des sociétés comparables cotées, tiennent aux retraitements de consolidation, notamment l'impôt différé. Par ailleurs, la Société ne comptabilise pas de provision pour indemnités de fin de carrière, mais communique le montant de son engagement¹⁰. Comme en normes IFRS, la Société active des charges de personnel au titre du développement de ses nouveaux produits, ce qui n'est pas le cas des sociétés américaines retenues dans notre échantillon sectoriel de sociétés cotées, ces dernières maintenant en charges lesdites dépenses. Enfin, depuis 2019, la norme IFRS 16 impose une comptabilisation assez complexe des charges de location qui se traduit par la reconnaissance en début de bail d'un actif de droit d'utilisation amortissable et d'une dette financière. Ceci n'est le cas ni dans les normes françaises ni pour les normes américaines qui continuent à inscrire les loyers en charges d'exploitation décaissables¹¹. On notera que le crédit – bail dans les comptes de Visiodent est comptabilisé en loyer dans le résultat d'exploitation, ce qu'aucune norme de consolidation ne retient, procédant à la comptabilisation d'un actif amortissable sur la durée du prêt reconnu au passif. L'état des engagements de crédit-bail et les loyers correspondants figure dans les annexes des comptes de la Société. Enfin on notera que les normes comptables françaises, par application du principe de prudence, ne comptabilisent ni au bilan ni en résultat les plus-values latentes sur les valeurs mobilières de placement de la trésorerie. Ces dernières qui seraient néanmoins fiscalisées devraient être prises en compte dans nos travaux si elles existaient.

3.2.1 Évolution des résultats

a) Retour de la croissance et interrogation pour 2021

⁹ Elle a cependant annoncé son intention de filialiser l'activité DENTAL PRIVE, projet qui n'était pas finalisé à la date de clôture des comptes semestriels 2021.

¹⁰ En conséquence, la position de trésorerie nette est ajustée d'un montant de 274 k€ dans nos travaux.

¹¹ Les normes américaines, sans avoir modifié le compte de résultat, font néanmoins ressortir au bilan en actif de droit d'utilisation et un passif de même montant.

Depuis 2014, la Société a connu une recombinaison de la ventilation de son chiffre d'affaires, qui s'est traduite par une certaine stagnation de ce dernier jusqu'en 2019, puis un retour à une croissance soutenue en 2019 et en 2020 :

Résultat en K€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	S1-2020	S2-2020	S1-2021
CA marchandises	47,8	17,0	87,5	96,2	67,2	45,6	6,0	3,9	2,2	2,1
CA produits finis	1 730,1	1 076,7	1 057,8	735,5	573,2	641,7	453,1	195,4	257,7	247,9
CA prestations de services	5 024,6	4 795,3	4 873,8	4 996,7	5 181,5	6 036,0	6 556,1	3 124,8	3 431,3	3 465,2
Produits des activités annexes	75,5	24,9	76,5	109,1	120,5	86,4	190,6	57,1	133,5	121,5
CA e-commerce	369,9	821,8	1 099,2	1 443,7	1 436,4	1 454,2	1 984,7	872,0	1 112,7	1 095,2
RR&R accordés	(30,1)	(5,8)	(4,3)	(66,4)	(5,2)	(0,8)	(100,1)	(49,3)	(50,7)	(5,6)
CA France	6 443,1	6 279,8	6 727,8	6 934,2	7 042,9	7 894,8	8 691,9	4 006,0	4 686,0	4 654,1
CA export	774,7	450,0	462,8	380,7	330,7	368,3	398,5	197,9	200,6	272,2
Chiffre d'affaires	7 217,8	6 729,8	7 190,6	7 314,9	7 373,5	8 263,1	9 090,4	4 203,8	4 886,6	4 926,3
Variation	0,7%	-6,8%	6,8%	1,7%	0,8%	12,1%	10,0%	16,1%	16,2%	0,8%

- sur la période 2014-2018, les différentes composantes du chiffre d'affaires ont connu une évolution contrastée avec une croissance continue des ventes d'e-commerce par DENTAL PRIVE, une relative stagnation des ventes de services liées à l'activité d'édition de logiciels (licences, maintenance et ventes de services connexes) et une érosion continue des ventes de marchandises correspondant l'imagerie radiologique ;
- l'exercice 2019¹² marque une nette rupture de tendance, les ventes de services renouant avec la croissance, ainsi que celles de l'activité d'imagerie. Cette inversion contraste avec les ventes de consommables sur Internet qui, pour la première fois, marquent le pas. La reprise de la croissance des ventes de services a résulté du déploiement en année pleine de la nouvelle plateforme Veasy, et elle explique l'essentiel de la croissance des ventes ;
- l'exercice 2020 est remarquable si l'on prend en considération la désorganisation qu'ont occasionné les confinements mis en place contre la pandémie de COVID 19, et qui se sont traduits notamment par la fermeture temporaire des cabinets dentaires, une première historique, décision qui fut prise essentiellement en raison de la pénurie de masques. Dans ce contexte inédit, et en dépit des difficultés logistiques, les ventes de consommables ont été exceptionnellement dynamiques, avec deux semestres consécutifs en croissance séquentielle de 22 % et 28 %. Il est tout aussi remarquable que la croissance des ventes de services ait finalement contribué autant que l'e-commerce à la progression annuelle de l'ensemble du chiffre d'affaires ;
- après cette année hors norme, les ventes du 1^{er} semestre 2021 marquent le pas, avec une progression séquentielle de 1 % des ventes de services, en dépit d'un nombre théorique de jours ouvrés supérieur au 1^{er} semestre 2021 qu'au 2nd semestre 2020. Par ailleurs, sans surprise, compte tenu de l'effet de base et de la reconstitution de stocks de précaution en 2020, les ventes d'e-commerce reculent légèrement, à - 2 %. Il y a donc en 2021 une nette rupture de la dynamique de croissance 2019 – 2020, confirmée par les réalisations à fin septembre 2021.

Il convient de préciser que pour les praticiens libéraux, Visident commercialise des licences payables d'avance à l'année sur ses anciens contrats, alors que pour accéder au service Veasy, les clients ne doivent régler qu'un mois d'avance, avec un engagement de trois ans. Elle comptabilise donc un produit constaté d'avance au moment de l'encaissement, qui se réduit linéairement à mesure qu'est reconnu le chiffre d'affaires.

Pour les contrats relatifs au service Veasy, la Société a recours à un mécanisme de préfinancement de son chiffre d'affaires qui lui permet d'encaisser par anticipation les trois ans d'abonnements mentionnés ci-dessus. Ceci ne modifie pas le montant du chiffre d'affaires reconnu, mais a pour effet d'augmenter l'encours des produits constatés d'avance que l'entreprise comptabilise en dette d'exploitation à son bilan

¹² La Société clôture ses comptes à fin décembre.

b) La baisse de la marge d'EBE et l'effort financier consenti dans la production immobilisée

La période 2014 - 2020 a été marquée par une division par 2 du taux de marge d'EBE (excédent brut d'exploitation). L'essentiel de cette baisse provient de l'érosion de la marge brute de négoce, constituée des ventes d'e-commerce et de de capteurs radiologiques¹³ :

Résultat en K€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	S1-2020	S2-2020	S1-2021
Vente de marchandises et e-commerce	2 117,7	1 909,7	2 240,2	2 209,0	2 071,6	2 140,7	2 343,7	1 021,9	1 321,8	1 339,6
Achats consommés	(1 114,3)	(1 106,3)	(1 367,5)	(1 613,0)	(1 470,9)	(1 396,6)	(1 772,5)	(785,0)	(987,5)	(947,9)
Marge brute / négoce	1 003,3	803,3	872,7	596,0	600,6	744,1	571,3	237,0	334,3	391,7
En % du CA	47,4%	42,1%	39,0%	27,0%	29,0%	34,8%	24,4%	23,2%	25,3%	29,2%
Ventes de services	5 100,2	4 820,2	4 950,4	5 105,9	5 302,0	6 122,4	6 746,7	3 181,9	3 564,8	3 586,7
Autres produits	64,9	53,1	30,7	23,3	26,0	18,2	47,7	33,7	14,0	27,0
Achats et charges	(2 394,4)	(2 049,9)	(2 315,7)	(2 586,4)	(2 636,6)	(3 170,9)	(3 400,9)	(1 639,0)	(1 761,9)	(1 842,6)
Autres charges	(81,8)	(98,7)	(99,0)	(73,1)	(86,6)	(151,9)	(74,4)	(34,1)	(40,3)	(34,0)
Valeur ajoutée des services*	2 688,8	2 724,7	2 566,4	2 469,7	2 604,8	2 817,8	3 319,1	1 542,5	1 776,6	1 737,0
En % du CA des services	52,7%	56,5%	51,8%	48,4%	49,1%	46,0%	49,2%	48,5%	49,8%	48,4%
Production immobilisée	252,3	233,0	236,3	609,4	697,2	750,1	779,5	299,2	480,4	721,6
Frais de personnel	(2 339,0)	(2 194,8)	(2 171,6)	(2 556,2)	(2 924,2)	(3 289,9)	(3 496,0)	(1 586,9)	(1 909,1)	(2 127,2)
Impôts et taxes	(119,1)	(107,1)	(101,2)	(108,3)	(128,2)	(108,9)	(162,1)	(74,7)	(87,4)	(65,0)
EBE	1 486,3	1 459,1	1 402,6	1 010,5	850,2	913,2	1 011,9	417,0	594,8	658,2
En % du CA des services	20,6%	21,7%	19,5%	13,8%	11,5%	11,1%	11,1%	9,9%	12,2%	13,4%

* Principalement des services, les charges externes incluant des frais publicitaires, de logistique et de maintenance du site Dental Privé.

Les charges externes tiennent compte des honoraires perçus par les sociétés RAMADA Service¹⁴ et Digital Cloud Consulting contrôlées respectivement par les deux fondateurs de Visident, messieurs Meyer Ohnona et Jacques Sebag, qui assistent la direction en prenant part à son comité stratégique. En 2020, l'ensemble des prestations facturées au titre des conventions passées avec RAMADA Service et Digital Cloud Consulting s'établissaient à 305 k€. Les frais de direction comprennent également les charges sociales patronales et le salaire de Monsieur Morgan Ohnona, soit 556 k€.

Il convient de relever l'importance de la contribution de l'activation des dépenses de développement à la formation de la marge d'EBE. Cette dernière, qui est un transfert de charges¹⁵ d'exploitation vers un compte d'immobilisations amortissables, correspond à l'intitulé de « production immobilisée », poste constitutif des produits d'exploitation. Ces dépenses sont essentiellement constituées des charges sociales et des salaires des ingénieurs assurant le développement de la plateforme Veasy ainsi que des fonctionnalités nouvelles requises le cas échéant par les grands clients multi-centres de soins. Ces montants qui étaient de l'ordre de 240 k€ par an jusqu'en 2016 ont augmenté de 370 k€ en 2017 en liaison avec la mise au point de Veasy, puis ils ont continué de s'accroître encore d'environ 170 k€ jusqu'en 2020. En 2020, la production immobilisée s'établit ainsi à près de 780 k€. L'effort s'est encore accru en 2021, la production immobilisée du premier semestre étant quasiment égale à celle comptabilisée en année pleine en 2020. L'augmentation de la production immobilisée explique donc en partie la remontée à 13,4 % du taux d'EBE au 1^{er} semestre 2021.

Certains référentiels comptables, à commencer par les normes américaines, n'activeraient pas de telles charges. Ceci amène certains investisseurs à calculer un « EBE – cash », notion que nous retrouverons lors de l'analyse de l'offre publique sur la société Dedalus France, dans la partie de notre rapport dédiée aux transactions comparables. À défaut de production immobilisée, l'EBE – cash de la Société serait passé de 1 234 k€ (17 % du chiffre d'affaires) en 2014 à 232 k€ en 2020 (2,6 %).

L'effort d'investissement auto-produit par l'entreprise est donc significatif au regard de ses moyens financiers, et il correspond à un pari sur l'avenir, les charges immobilisées étant amorties sur 10 ans, comme indiqué dans les annexes de ses comptes 2019 et 2020. Quoi qu'il en soit, il est indéniable qu'il est d'une ampleur qui excède le niveau

¹³ Pour une vision du détail des postes du compte de résultat, on se reportera à l'annexe à ce rapport.

¹⁴ Une convention de prestations a été conclue en janvier 2020 avec la société RAMADA SERVICE en lieu et place de SEWA SERVICE contrôlée par monsieur Meyer Ohnona.

¹⁵ Ceci revient à une annulation de la charge et la comptabilisation d'une immobilisation qui est amortie sur la durée d'utilisation du bien autoproduit.

d'un simple renouvellement « lissé » sur une durée longue, ce qui est le reflet, selon nous, de la rupture technologique entre Veasy et les précédentes versions des logiciels édités par Visident.

c) Baisse des marges amplifiée au niveau du résultat d'exploitation

La baisse d'un tiers de l'EBE observé entre 2014 à 2020, (passé de son plus haut de 1,5 m€ en 2015 à 1 m€), est, sans surprise, amplifiée au niveau du résultat d'exploitation (Rex) qui recule de 45 % (passant de 670 k€ en 2014 à 369 k€). On notera que cette baisse aurait pu être encore plus prononcée. En effet, les actifs autoproduits, comptabilisés par en production immobilisée, ne sont amortis qu'à compter de leur mise en service, soit avec un temps de décalage qui a eu un effet favorable sur les marges. Par ailleurs, leur durée d'amortissement de 10 ans qui est supérieure à la plupart de celle des autres actifs, retarde la montée en puissance du montant annuel des dotations aux amortissements, dont nous voyons dans le tableau ci-dessous qu'il est encore inférieur en 2020 à son niveau de 2014.

Résultat en K€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	S1-2020	S2-2020	S1-2021
Chiffre d'affaires	7 217,8	6 729,8	7 190,6	7 314,9	7 373,5	8 263,1	9 090,4	4 203,8	4 886,6	4 926,3
Variation	0,7%	-6,8%	6,8%	1,7%	0,8%	12,1%	10,0%	16,1%	16,2%	0,8%
EBE	1 486,3	1 460,1	1 402,6	1 010,5	850,2	913,2	1 011,9	417,0	594,8	658,2
En % du CA	20,6%	21,7%	19,5%	13,8%	11,5%	11,1%	11,1%	9,9%	12,2%	13,4%
Dotations aux amortissements	(788,4)	(774,7)	(759,8)	(587,2)	(498,7)	(659,9)	(685,6)	(326,7)	(358,8)	(350,5)
Dotations aux prov. / actifs circulants	(79,1)	(21,3)	-	(3,6)	(6,6)	(3,2)	-	-	-	-
Dotations aux provisions pour R&C	(13,0)	(49,6)	(11,9)	(0,4)	(2,0)	-	-	-	-	-
Total des dotations brutes	(880,5)	(845,5)	(771,7)	(591,2)	(507,4)	(663,1)	(685,6)	(326,7)	(358,8)	(350,5)
Reprises de provisions	63,9	40,8	2,2	23,2	5,8	66,0	42,8	-	42,8	-
Dotations nettes d'exploitation	(816,5)	(804,8)	(769,5)	(568,1)	(501,5)	(597,1)	(642,8)	(326,7)	(316,1)	(350,5)
Résultat d'exploitation	669,8	655,4	633,1	442,4	348,7	316,1	369,1	90,3	278,8	307,7
En % du CA	9,3%	9,7%	8,8%	6,0%	4,7%	3,8%	4,1%	2,1%	5,7%	6,2%
Résultat financier	(32,3)	(23,3)	(21,0)	(19,0)	(2,8)	(23,7)	(27,4)	(13,2)	(14,2)	(13,1)
RCAI	637,5	632,1	612,1	423,4	345,9	292,4	341,7	77,1	264,6	294,6

On remarque que le résultat financier est négatif depuis 2014, alors que la Société a pu être en situation d'excédent de trésorerie certaines années, comme en 2020 ou encore au 30 juin 2021. Ceci résulte de la coexistence d'une trésorerie et d'emprunts auprès des établissements de crédit. Qui plus est, la trésorerie de Visident demeure inscrite en compte à vue et n'est pas rémunérée. Ce choix de la Société n'a pas d'incidence majeure sur son résultat étant donné la rémunération actuelle des placements sans risque.

Conformément aux normes s'appliquant aux comptes individuels, le résultat d'exploitation incorpore des charges de loyers de crédit-bail. Ceci revient à considérer ces loyers comme des charges d'exploitation. L'on peut au contraire assimiler le crédit-bail à un financement, ce qui constitue d'ailleurs un retraitement de consolidation standard. Dans ce cas, le loyer est substitué dans le compte de résultat par la dotation à l'amortissement de l'actif financé et par une charge d'intérêt. Pour mémoire, en 2020, la charge de loyer de crédit-bail s'est établie à 47 k€. L'effet de son retraitement sur le résultat courant avant impôt ne serait pas matériel.

Enfin, le résultat d'exploitation supporte une charge au titre du préfinancement d'une partie du chiffre d'affaires auprès d'un organisme spécialisé, bailleur de matériel médical. Ce dernier, par la licence que lui concède Visident, perçoit les loyers d'abonnement des praticiens à Veasy, qu'il reverse à Visident en une fois, déduction faite des frais qu'il prélève, étant précisé que le risque de défaut du client est assumé par cet organisme. Il est ainsi comptabilisé une charge d'exploitation à proportion du chiffre d'affaires reconnu. Au titre de l'exercice 2020, cette charge s'établissait à 16 k€.

Visident n'est redevable d'aucune dette vis-à-vis de l'organisme spécialisé étant donnée l'absence de possibilité de recours de celui-ci en cas d'impayé. Ceci n'est d'ailleurs prévu ni par les normes applicables aux comptes individuels, ni par celles s'appliquant aux comptes consolidés des sociétés comparables cotées. Dans une optique d'évaluation, une telle approche comptable nous semble refléter le fondement économique de l'opération qui n'engendre aucun passif financier mais affecte le compte d'exploitation de la Société, en diminuant sa marge sur coût variables.

d) Récurrence d'une partie des charges exceptionnelles

Le PCG identifie des charges et des produits exceptionnels par nature, comme celles sur les opérations en capital¹⁶, avec toutefois une certaine latitude d'interprétation. En l'espèce, certains produits et charges font l'objet d'une comptabilisation en résultat exceptionnel en raison de leur caractère inhabituel par leur montant, leur rareté ou parce qu'ils s'écartent du cycle normal de l'activité de l'entreprise, suivant en cela le Code du commerce¹⁷. Le résultat exceptionnel comptabilisé par la Société permet donc d'isoler du compte d'exploitation certains types de charges et de produits, tout en présentant une certaine récurrence d'un point de vue statistique. En particulier, figurent dans le résultat exceptionnel les pénalités et amendes, les pertes sur créances irrécouvrables qui n'auraient pas été comptabilisées en compte d'exploitation, ainsi que des charges de licenciement.

Résultat en K€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	S1-2020	S2-2020	S1-2021
Produits exceptionnels / op. de gestion	2,9	0,9	4,1	0,4	-	-	-			
Produits exceptionnels / op. en capital	16,0	25,0	1,5	12,0	20,0	-	206,9	206,9	-	-
Reprises de provisions	-	478,3	-	-	-	61,8	-	-	-	-
Sous-total	18,9	504,2	5,6	12,4	20,0	61,8	206,9	206,9	-	-
Charges exceptionnelles / op. de gestion	(127,9)	(530,2)	(42,8)	(111,1)	(74,1)	(93,5)	(80,5)	(6,9)	(73,6)	(9,8)
Charges exceptionnelles / op. en capital	-	(39,3)	(0,5)	-	(0,3)	-	(149,7)	(149,7)	-	-
Dotations aux provisions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sous-total	(127,9)	(569,4)	(43,3)	(111,1)	(74,4)	(93,5)	(230,3)	(156,7)	(73,6)	(9,8)
Résultat exceptionnel	(108,9)	(65,2)	(37,6)	(98,6)	(54,4)	(31,6)	(23,3)	50,3	(73,6)	(9,8)

Si l'on fait abstraction des produits et des charges sur opération en capital qui, par leur nature, n'ont pas vocation à s'inscrire dans l'activité planifiable de la Société, le résultat exceptionnel comptabilisé par la Société correspond en moyenne à une perte de 73 k€ par an.

e) Prise en compte du crédit d'impôt recherche dans l'équation économique de Visiodent

Après qu'elle a eu fini de consommer ses derniers déficits reportables en 2015, la Société a bénéficié en 2016 d'un crédit d'impôt innovation (CII) et d'un premier crédit d'impôt recherche (CIR)¹⁸. Les années suivantes, il s'est agi exclusivement de crédits d'impôt recherche. Le montant de CIR s'est ensuite accru fortement du fait des travaux de mise au point de Veasy et de ses développements connexes, pour atteindre 398 k€ en 2020. Ainsi, depuis l'exercice 2017, la Société dégage-t-elle un produit net d'impôt dont le montant est approximativement égal à 95 % de son résultat avant impôt.

Résultat en K€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	S1-2020	S2-2020	S1-2021
Chiffre d'affaires	7 217,8	6 729,8	7 190,6	7 314,9	7 373,5	8 263,1	9 090,4	4 203,8	4 886,6	4 926,3
Variation	0,7%	-6,8%	6,8%	1,7%	0,8%	12,1%	10,0%	16,1%	16,2%	0,8%
Résultat d'exploitation	669,8	655,4	633,1	442,4	348,7	316,1	369,1	90,3	278,8	307,7
En % du CA	9,3%	9,7%	8,8%	6,0%	4,7%	3,8%	4,1%	2,1%	5,7%	6,2%
Résultat financier	(32,3)	(23,3)	(21,0)	(19,0)	(2,8)	(23,7)	(27,4)	(13,2)	(14,2)	(13,1)
RCAI	637,5	632,1	612,1	423,4	345,9	292,4	341,7	77,1	264,6	294,6
Résultat exceptionnel	(108,9)	(65,2)	(37,6)	(98,6)	(54,4)	(31,6)	(23,3)	50,3	(73,6)	(9,8)
RAI	528,6	566,8	574,5	324,8	291,5	260,8	318,3	127,4	191,0	284,8
IS avant crédits d'impôt	-	-	(172,5)	(99,8)	(73,8)	(81,9)	(94,6)	(39,4)	(55,3)	(77,4)
CIR & CII	-	-	80,0	177,5	336,6	328,8	397,5	-	397,5	199,0
Impôt sur les sociétés (IS)	-	-	(92,5)	77,8	262,9	246,9	302,9	(39,4)	342,2	121,6
Résultat net	528,6	566,8	482,0	402,5	554,4	507,7	621,2	88,0	533,2	406,4
Nombre d'actions	4 504 229	4 504 229	4 504 229	4 495 001	4 495 001	4 495 001	4 495 001	4 495 001	4 495 001	4 495 001
BNPA en €/action	0,12	0,13	0,11	0,09	0,12	0,11	0,14	0,02	0,12	0,09

Le CIR représente 30 % de l'assiette de charges éligibles, lesquelles sont principalement des salaires d'ingénieurs informaticiens. L'assiette est à la mesure de l'effort financier consenti pour développer de nouveaux produits. Le CIR, en permettant de doubler le résultat avant impôt, constitue donc une composante importante de la rentabilité

¹⁶ Notamment les produits de cession d'actifs immobilisés (produits) et leur valeur nette comptable (charges).

¹⁷ Dans son article R 123-192, les produits et charges exceptionnels sont définis comme étant des éléments dont la réalisation n'est pas liée à l'exploitation courante de l'entreprise.

¹⁸ Pour mémoire, la société a aussi bénéficié d'un crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), classé en réduction des charges de personnel. En 2018, dernière année du dispositif, il s'établissait à 42 k€. À partir de 2019, le CICE a été remplacé par un allègement de cotisations patronales sur les salaires.

de la Société. Il a permis en effet de compenser l'érosion du résultat d'exploitation intervenue entre 2015 et 2019, le bénéfice dégagé en 2020 dépassant le niveau atteint en 2015 en franchise d'impôt.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le bénéfice par action (BNPA) est ainsi demeuré relativement stable sur la période 2015 – 2020, variant autour de 0,12 €, entre 0,09 € en 2017 et 0,14 € en 2020. Si l'on rapporte le cours moyen de l'action relevé lors des 20 dernières cotations, soit 2,50 €, à ce BNPA moyen de 0,12 €, il ressort ainsi un multiple (PER) de 20,8x de moyen terme. Le même calcul rapporté au seul BNPA de l'exercice 2014 fait ressortir un PER ponctuel, égal à 17,85x.

3.2.2 Évolution des flux de trésorerie

Le tableau de financement figurant ci – après, permet de mettre en évidence les ressources financières qui ont permis à la Société de financer son plan d'investissement en dépit de la dégradation de sa rentabilité intervenue à partir de 2015 :

- la capacité d'autofinancement s'est avérée suffisante jusqu'en 2016 pour couvrir les emplois d'investissement ;
- en liaison avec la création de la plateforme Veasy, la différence entre CAF et investissements s'est avérée négative durant les 3 années suivantes (2017 à 2019), engendrant un besoin de financement ;
- à la faveur d'une réduction de l'effort d'investissement, la CAF en 2020 a juste couvert celui-ci ;
- enfin, la forte accélération des chantiers de développement en 2021 fait ressortir au 1^{er} semestre un nouveau besoin de financement.

Par solde, entre le commencement de 2017 et la fin du 1^{er} semestre 2021, il ressort de la différence entre la CAF et les investissements un besoin de financement cumulé de 1 760 k€, soit en moyenne environ 400 k€ par an.

Tableau de financement en K€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	S1-2020	S2-2020	S1-2021
Résultat net	528,6	566,8	482,0	402,5	554,4	507,7	621,2	88,0	533,2	406,4
Dotations nettes aux amort. et provisions (Plus)/moins-values de cession	816,5 (16,0)	326,5 14,3	769,5 (1,0)	568,1 (12,0)	501,5 (19,7)	535,2 -	642,8 (57,2)	326,7 (57,2)	316,1 -	350,5 -
Capacité d'autofinancement (CAF)	1 329,1	907,6	1 250,5	958,6	1 036,2	1 042,9	1 206,8	357,6	849,3	756,9
Variation : EFR / (BFR)	(374,7)	740,4	(123,3)	101,9	418,8	680,9	786,2	1 371,2	(585,0)	926,6
Production immobilisée	(252,3)	(233,0)	(236,3)	(609,4)	(697,2)	(750,1)	(779,5)	(299,2)	(480,4)	(721,6)
Autres investissements	(162,0)	(281,7)	(257,7)	(410,0)	(1 036,6)	(822,9)	(422,2)	(220,4)	(201,8)	(511,9)
Acquisitions d'imm. corp et incorporelles	(414,4)	(514,7)	(494,0)	(1 019,3)	(1 733,7)	(1 573,0)	(1 201,8)	(519,6)	(682,2)	(1 233,5)
Produits de cession d'imm. corp. et incorp.	16,0	25,0	1,5	12,0	20,0	-	206,9	206,9	-	-
Cession / (acquisition) d'imm. Financière	2,3	(9,3)	(9,7)	(16,1)	(16,5)	0,8	0,5	(0,1)	0,6	(1,6)
Autres variations	0,0	0,0	(0,1)	1,1	0,0	0,0	0,0	(4,8)	4,8	-
Cash flow avant variation de l'endettement	558,4	1 148,9	624,8	38,2	(275,3)	151,6	998,7	1 411,2	(412,5)	448,3
Variation de l'endettement	(221,0)	(257,1)	(53,3)	300,0	390,2	407,2	938,6	8,4	930,3	(110,3)
Cash flow libre pour l'actionnaire	337,4	891,8	571,5	338,1	115,0	558,8	1 937,4	1 419,6	517,8	338,1
Distribution de dividendes	-	(462,5)	(461,9)	(461,5)	(494,5)	(494,5)	-	-	-	-
Taux de distribution (P/O)	0%	87%	81%	96%	123%	89%	0%	na	0%	na
Variation de trésorerie	337,4	429,3	109,6	(123,3)	(379,5)	64,3	1 937,4	1 419,6	517,8	338,1
CAF - Invest	914,7	392,9	756,5	(60,7)	(697,5)	(530,1)	5,1	(162,0)	167,1	(476,6)
CAF - Invest / CA	12,7%	5,8%	10,5%	-0,8%	-9,5%	-6,4%	0,1%	-1,9%	1,7%	-4,8%

Il convient de noter que ce besoin de financement de 1 760 k€ a pu être couvert en totalité par la seule variation de l'excédent en fonds de roulement (EFR), lequel a augmenté de 2 914 k€ sur la période¹⁹. 70 % de cette variation provient de l'accroissement des produits constatés d'avance, lequel repose en partie sur le préfinancement des licences Veasy.

D'autre part, la Société a refinancé sa dette bancaire en 2020, en contractant 5 nouveaux emprunts auprès de la Banque publique d'investissement (Bpifrance), pour un montant total de 1,6 m€. Elle a par ailleurs obtenu deux prêts garantis par l'État (PGE) pour un montant de 1 m€. Après remboursement des emprunts antérieurs, l'accroissement net de l'endettement financier a contribué pour 939 k€ à l'augmentation de trésorerie en 2020.

Enfin, mis à part les investissements, le principal emploi de trésorerie sur la période comprise entre début 2017 et fin de 2019, a consisté en des versements de dividendes, dont le cumul s'établit à 1 450 k€. Ils correspondent à un

¹⁹ Avant affectation du résultat 2020 et paiement du dividende afférent de 449,5 k€, intervenu le 5 juillet 2021.

taux de distribution moyen de 95 % des bénéficiaires, si l'on fait abstraction de 2020. En effet, compte tenu des incertitudes liées à l'émergence de la COVID 19, il n'a pas été distribué de dividende au titre du bénéfice 2019. À ces montants, s'ajoute le paiement au 2nd semestre 2021, du dividende de 450 k€ voté au titre de l'exercice 2020, ce qui correspond à un taux de distribution de 72 %.

En définitive, du début de l'année 2017 à la fin du 1^{er} semestre 2021, la trésorerie a augmenté de 1 837 k€, avant paiement du dividende en 2021. Corrigée de ce dernier, la progression est ainsi ramenée à 1 387 k€. Par conséquent, si la Société n'avait pas contracté des PGE pour 1 m€ et si elle avait versé en 2020 un dividende de 495 k€ comme l'année précédente, sa trésorerie aurait été quasiment stable sur cette période : l'augmentation de trésorerie est donc essentiellement liée à ces deux décisions de gestion, prises dans le contexte d'incertitude liée à la pandémie. La reprise des distributions de dividende en 2021 est ainsi un indicateur de l'amélioration de la situation et de la confiance de la direction dans la rentabilité future de Visident.

3.2.3 Évolution de la situation bilancielle

Comme le laissait présager l'examen de l'évolution du tableau de financement, entre décembre 2014 et juin 2021, on observe un doublement de l'actif immobilisé alors que, dans le même temps, le montant de l'excédent de fonds de roulement a été multiplié par six²⁰. Compte tenu des assiettes de départ, l'actif d'exploitation²¹ a retrouvé en 2020 son niveau de 2 m€ qu'il avait en 2014. Les oscillations autour de ces 2 m€ ont néanmoins connu une amplitude +/- 1,5 m€, avec un minimum en 2016, avant le début du développement de Veasy et un maximum en 2019, alors que l'augmentation des produits constatés d'avance était encore limitée au préfinancement d'un seul milésime de licences :

Bilan en K€ et rentabilité des capitaux engagés	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	S1-2021
Bilan simplifié :								
Immobilisations nette	2 671,3	2 381,3	2 124,6	2 552,4	3 803,6	4 715,8	5 081,8	5 966,4
BFR/(EFR) *	(637,4)	(879,9)	(754,1)	(854,5)	(1 298,7)	(1 921,1)	(3 015,9)	(3 948,6)
Actif d'exploitation	2 033,9	1 501,4	1 370,5	1 697,9	2 504,9	2 794,8	2 065,9	2 017,9
Capitaux propres	2 163,0	2 267,4	2 287,5	2 209,3	2 269,2	2 282,4	2 903,7	2 860,5
Provisions pour risques & charges	13,0	62,6	74,5	61,8	63,8	-	-	-
Dette financière / (trésorerie) nette *	(142,1)	(828,6)	(991,4)	(573,2)	171,8	512,4	(837,7)	(842,7)
Capitaux engagés	2 033,9	1 501,4	1 370,5	1 697,9	2 504,9	2 794,8	2 065,9	2 017,9
Calcul du ROCE :								
Résultat net	528,6	566,8	482,0	402,5	554,4	507,7	621,2	406,4
Frais financiers	32,3	23,3	21,0	19,0	2,8	23,7	27,4	13,1
Économie d'IS / frais financiers	-	-	(5,4)	(4,9)	(0,7)	(6,1)	(7,1)	(3,4)
Résultat net à dette nulle	560,8	590,2	497,5	416,7	556,5	525,3	641,6	416,1
ROCE (moyen)	27,4%	33,4%	34,6%	27,2%	26,5%	19,8%	26,4%	40,8%
Calcul du ROCE cash :								
Cash-flow avant variation de la dette	558,4	1 148,9	624,8	38,2	(275,3)	151,6	998,7	897,9
Frais financiers	32,3	23,3	21,0	19,0	2,8	23,7	27,4	13,1
Économie d'IS / frais financiers	-	-	(5,4)	(4,9)	(0,7)	(6,1)	(7,1)	(3,4)
Cash-flow à dette nulle	590,6	1 172,2	640,4	52,3	(273,2)	169,2	1 019,1	907,6
ROCE cash (moyen)	28,8%	66,3%	44,6%	3,4%	-13,0%	6,4%	41,9%	88,9%
Calcul du ROE :								
Capitaux propres avant répartition	2 163,0	2 267,4	2 287,5	2 209,3	2 269,2	2 282,4	2 903,7	2 860,5
Résultat net à dette nulle	560,8	590,2	497,5	416,7	556,5	525,3	641,6	416,1
ROE (RN n+1 / Capitaux propres n)	34,3%	27,3%	21,9%	18,2%	25,2%	23,1%	28,1%	28,7%

* Avec reclassement des comptes courants d'associés en trésorerie et paiement du dividende 2021 retranché des dettes sociales et de la trésorerie.

L'augmentation des immobilisations se concentre sur le poste relatif aux brevets et aux droits similaires, ce dernier étant passé d'une valeur nette comptable de 1,3 m€ à 2,7 m€ en 6,5 ans. Elle porte également sur les immobilisations incorporelles en cours, qui correspondent principalement aux coûts de développement des applications autoproduites jusqu'à ce qu'elles soient mises en service. Leur montant est ainsi passé de 19 k€ à 2,1 m€.

²⁰ Le bilan détaillé de la Société est reproduit dans l'annexe de notre rapport.

²¹ Que l'on nomme également capitaux engagés car il est par construction égal à la somme des capitaux propres, des provisions pour risques et charges et de l'endettement net.

La valeur brute des immobilisations, hors fonds de commerce et celles totalement amorties, a, elle aussi, plus que doublé, passant de 5,9 m€ à 13,4 m€. Abstraction faite des immobilisations en cours n'ayant pas contribué à l'activité, l'intensité capitalistique²² est passée de 78 % en 2014 à 113 % au 1^{er} semestre 2021 (calcul annualisé). Toutefois, il est plus juste de rapporter les immobilisations au seul chiffre d'affaires des services et des activités annexes, l'activité de négoce étant faiblement consommatrice de capitaux immobilisés²³. Ainsi, un calcul plus homogène indique que l'intensité capitalistique est passée 110 % à 155 % ;

Assez stables en proportion du chiffre d'affaires des services, les actifs circulants ont augmenté de 600 k€ sur la période²⁴, alors que les passifs circulants ont augmenté de 3,9 m€²⁵. Cette variation provient pour 0,8 m€ de l'augmentation des dettes fournisseurs (effet d'assiette et de durée de mêmes sens). Cependant, pour l'essentielle, soit à hauteur de 3 m€, elle résulte de l'augmentation des produits constatés d'avance. Selon nos calculs, cet accroissement provient pour plus de 2,5 m€ du recours au préfinancement d'une partie du chiffre d'affaires mis en place après le lancement de l'offre Veasy.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le retour sur capitaux engagés (ROCE)²⁶ a connu une légère érosion au cours des 3 derniers exercices, l'augmentation de l'actif d'exploitation moyen ayant été plus prononcée que celle du bénéfice avant frais financiers et y-compris CIR. Au cours des 3 derniers exercices il s'établit en moyenne à 24 %. Le fort niveau de ROCE relevé au 1^{er} semestre 2021 est à considérer avec précaution, ce dernier bénéficiant d'un effet de saisonnalité favorable. Sur 12 mois, il devrait revenir à un niveau proche de 29 %.

Par ailleurs, sur le principe de l'« EBE cash » évoqué précédemment, le cash-flow à dette nulle peut être rapporté à l'actif d'exploitation. Il en résulte une mesure de rentabilité plus heurtée, dont la moyenne ressort à 11,8 % au cours des 3 derniers exercices.

Enfin, si l'on examine la position financière nette de la Société, cette dernière disposait d'une trésorerie nette de 838 k€ à fin 2020. Celle-ci est calculée avant paiement du dividende 2021 qui a été voté au titre du bénéfice distribuable de l'exercice 2020, soit 450 k€. Dans nos travaux d'évaluation qui se positionnent en fin d'année, nous raisonnerons sur la base d'une trésorerie nette du détachement du coupon de dividende. D'autre part, les financements obtenus de Bpifrance ayant pour conséquence la constitution d'un dépôt de garantie de 60 k€, ce dernier sera ajouté à la position de trésorerie nette. Ainsi, à fin 2020, nous retiendrons une position de trésorerie nette de 448 k€²⁷.

On relèvera que cette trésorerie nette est inférieure à la somme du report à nouveau et du bénéfice de l'année en cours figurant dans les capitaux propres après répartition, soit 773 k€. Elle est par conséquent disponible pour l'actionnaire. Rappelons qu'elle correspond approximativement au dividende qui aurait pu être distribué en 2020 si n'était survenue la pandémie de COVID 19.

En synthèse, l'analyse bilancielle confirme l'importance du CIR et des produits constatés d'avance dans l'équilibre économique de l'entreprise. Le premier permet d'augmenter significativement le niveau de résultat. Les seconds ont permis de financer les investissements pour mettre au point la nouvelle offre Veasy, en attendant que ceux-ci se traduisent par une progression de l'activité et des marges, ce que prévoit le plan d'affaires du management.

Cette trésorerie nette de 448 k€ sera un élément commun aux méthodes d'évaluation que nous retenons, tout comme le nombre d'actions composant le capital, soit 4 495 001 titres, pour les calculs de valeurs ramenées à une action.

²² Ratio égal au montant moyen des immobilisations brutes rapporté au chiffre d'affaires. Il indique le montant d'immobilisations nécessaires par euro de chiffre d'affaires.

²³ Selon le projet d'apport partiel d'actif relatif à DENTAL PRIVE, à fin 2020, les immobilisations de cette activité représentaient 18 k€ de valeur nette comptable.

²⁴ Après reclassement des comptes courants d'associés en trésorerie nette.

²⁵ Après paiement du dividende de 450 k€ sur le bénéfice 2020, reporté en dette sociale dans les comptes au 30 juin 2021.

²⁶ Correspond au résultat net à dette nulle rapporté à l'actif d'exploitation moyen de la période de calcul.

²⁷ Étant rappelé que la trésorerie ne recèle à cette date aucune plus-value latente, ni ultérieurement.

3.3 Perspectives et plan d'affaires

3.3.1 Une prévision budgétaire 2021 devant être révisée à la baisse

Le management de Visiodent a établi en mai 2021 un plan d'affaires prévisionnel portant sur les exercices 2021, 2022 et 2023. Ce dernier n'anticipe aucune synergie. Les économies liées au retrait du titre Visiodent de la cote ne constituant pas un montant matériel (moins de 0,02 € par action) selon notre estimation.

Ces prévisions ont été conçues en prolongeant les tendances observées en 2019 et 2020, soit en tablant sur une croissance de 16 % du chiffre d'affaires 2021 ce qui devait se traduire par le doublement du résultat d'exploitation. Entre 2020 et 2023, le chiffre d'affaires devrait par ailleurs progresser de 11 % par an en moyenne et le résultat d'exploitation être multiplié par trois, i.e. excéder 1,1 m€.

Ces prévisions apparaissent ambitieuses au vu de l'effet de base élevé de 2020, la croissance ayant été de 10 % en 2020, avec deux croissances semestrielles séquentielles 16 %. Cependant, le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2021 est en progression que de 0,8 % comparé au second semestre 2020, avec un nombre de jours ouvrés pourtant supérieurs. Le caractère trop optimiste de la prévision est par ailleurs confirmé par les réalisations mesurées par la Société à fin septembre 2021.

Sur la base de ces informations, notre opinion est que la croissance du chiffre d'affaires en 2021 devrait se situer autour de 6 % et que le résultat d'exploitation devrait être légèrement supérieur à celui de l'année précédente. Nous avons soumis nos analyses à la Société qui les a avalisées.

3.3.2 Maintien des prévisions de résultat 2022 et 2023

Pour les années suivantes toutefois, le management conserve bon espoir dans l'atteinte de ses objectifs initiaux compte tenu des développements en cours. Dans cette perspective, nous conserverons comme scénario central un atterrissage 2021 revu en baisse, avec de prévisions inchangées pour 2022 et 2023.

Dans le cadre des analyses de sensibilité de la valeur aux différentes hypothèses retenues, nous examinerons l'impact d'un retard d'un an de l'horizon des réalisations actuellement prévues pour 2023, ainsi qu'un second scénario dégradé avec un retard de deux ans. Nous ne calculerons pas de scénario alternatif inverse, le retard pris en 2021 nous semblant ne pouvoir affecter le plan d'affaires que dans un sens défavorable.

3.3.3 Ajustement de la prévision d'investissement 2021 et des anticipations d'EFR

Par ailleurs, nous relevons que les prévisions d'investissement en 2021 ont déjà été dépassées à fin juin. Par conséquent, l'hypothèse initialement prévue dans le plan d'affaires de mai a été ajustée également.

Enfin, il convient de signaler que, le plan d'affaires ne portant pas sur une modélisation exhaustive de l'EFR, nous avons été conduits à le compléter. Comme indiqué précédemment, l'EFR est une variable d'ajustement qui permet à l'entreprise de financer son programme d'investissement en préfinançant une partie du chiffre d'affaires. Sur ce point, la Société a retenu un scénario de maximisation du dispositif de préfinancement. Néanmoins, le coût anticipé de ce mécanisme est aussi un paramètre à prendre en compte selon nous, dans la mesure où il représente une réduction tangible de la marge sur coûts variables du cœur d'activité de l'entreprise. Il n'est donc pas besoin de recourir à celui-ci au-delà du nécessaire, i.e. si la trésorerie ainsi encaissée par anticipation ne trouve pas à s'employer à des investissements productifs. Pour cette raison, nous avons revu à la baisse les hypothèses de préfinancement du management en la faisant évoluer à proportion de la croissance de l'activité d'édition. La marge sur coûts variables est revue à la hausse en conséquence par rapport aux hypothèses du management. La sensibilité de la valeur à cet ajustement est décrite dans la partie de notre rapport dédiée à la méthode du DCF.

3.3.4 Extrapolation du plan d'affaires et rentabilité normative

Ces points ayant été précisés, nous avons procédé à une extrapolation du plan d'affaires jusqu'en 2026 afin de constituer un horizon de prévision de 5 années complètes. Nous n'y intégrons pas l'atterrissage 2021 qui, une fois ajusté des réalisations de septembre, présente à notre avis un niveau d'incertitude limité.

Dans cette perspective, il est retenu pour cible un chiffre d'affaires proche de 13,6 m€ en 2026, ce qui correspond à une croissance annuelle moyenne de près de 7 % en 6 ans, comparé à 2020. Au-delà de 2026, il est prévu une année normative en progression de 1,58 % par an, qui est retenue dans le calcul de rente à l'infini mis en œuvre dans la méthode du DCF (cf. infra).

À partir de 2024, nous supposons que les deux fondateurs de Visident mettront fin à leur mission de conseil stratégique, ce qui se traduit dans notre modélisation par l'arrêt du versement des honoraires perçus par les sociétés Ramada Service et Digital Cloud Consulting.

En 2026, la marge d'exploitation cible s'établirait à 6,7 %. À cette marge, il convient néanmoins de soustraire la part récurrente du résultat exceptionnel que nous estimons à près de 0,9 % du chiffre d'affaires (voir infra). Enfin, le résultat net continuerait à bénéficier d'un crédit d'impôt recherche, ce dispositif d'aide aux entreprises étant supposé pérenne.

Le taux de marge d'exploitation normatif de 6,7 % est légèrement supérieur à celui constaté sur la période 2014 – 2020. En effet, le contexte concurrentiel et l'accélération du cycle de vie des produits conduit à une intensification des coûts de développement, ce qui alourdit la structure de coûts fixes de la Société par rapport la décennie précédente, ce phénomène ayant d'ailleurs été cristallisé dès 2017. D'autre part, le coût de préfinancement du chiffre d'affaires concourt aussi au maintien de la marge à son niveau moyen historique.

Selon nos calculs, dans l'hypothèse d'un taux de distribution du bénéfice proche de 100 %, la rentabilité des fonds propres de la Société s'établirait à 26 % en moyenne sur l'horizon de prévision, et à 32 % en année normative, contre 25,5 % en moyenne sur la période 2014 – 2020 (hors frais financiers).

Quant au cash-flow normatif (hors dette), il s'établirait à près de 1 m€ par an, soit sensiblement le double du niveau effectivement observé durant la période 2014 – 2020. Cette progression s'explique en partie par le fait qu'il est attendu une décade des investissements après leur pic atteint en 2021.

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément à l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006 et modifiée le 10 février 2020, le rapport d'expertise comporte " une évaluation de la société visée ou des actifs concernés et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée ".

En application des recommandations de l'AMF sur l'expertise indépendante, l'évaluation des titres de la société visée " repose sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ".

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 Nombre de titres

Le capital de Visident se compose de 4 495 001 actions ordinaires.

4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le tableau suivant présente les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

Eléments de passage de la VE à la VCP (k€)	31-déc.-20
Dettes financières	(2 612,0)
Disponibilités et équivalents	3 066,3
Position financière nette	454,3
Compte courant d'associés	383,4
Dividende dû	(449,5)
Dépôt de garantie Bpifrance	60,0
Provision IDR	(274,3)
Autres éléments	(280,4)
Total	173,9

Ces éléments reposent sur les données telles qu'elles figurent dans les comptes au 31 décembre 2020 ajustées du montant net d'impôt des indemnités de départ en retraite.

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

A titre d'information, au 30 juin 2021, l'actif net par action après répartition, i.e. diminué du dividende de 0,10 € versé au titre du bénéfice 2020, s'établit à 0,64 € (contre 0,65 € au 31 décembre 2020).

4.2.2 Actif net comptable réévalué ou ANR

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles.

Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.2.3 Actualisation de dividendes et rendement

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Nous préférons aux deux approches mentionnées supra, le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.3 Critère et méthodes retenus

4.3.1 Cours de bourse

L'action Visiodent a été introduite sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris le 19 février 1999 à 4,10 €²⁸. Elle est actuellement cotée par Euronext sur le compartiment C (Small caps), dans le cadre d'un mécanisme de fixation organisé deux fois par jour (*Double call auction*). Le titre entre dans la composition de l'indice général CAC All Shares et dans l'indice sectoriel CAC Technology (0,01%).

Il convient de souligner que, compte tenu de sa taille et de son flottant étroit, soit 5,7 %, l'action Visiodent présente une faible liquidité. Elle ne cote ainsi pas tous les jours. Comme l'indique le tableau de synthèse établi au 16 novembre 2021, présenté ci-après. Au cours des 12 derniers mois, l'action Visiodent s'est échangée moins de la moitié des jours d'ouverture du marché, excepté au cours des 20 dernières cotations effectives, période durant laquelle cette proportion est montée à 61 %. Il s'est échangé en moyenne 399 actions les jours de cotation relevés au cours de 12 derniers mois, ce qui représente environ 1 000 € de contrepartie monétaire.

²⁸ Cours ajusté suite à la division du nominal par 5, réalisée le 15 septembre 2000.

a) Les valeurs moyennes du cours comme référence

Le dernier cours relevé avant le dépôt de l'offre de retrait date du 16 novembre 2021 et il s'est établi à 2,60 €. Ce dernier est égal à la fois au cours du dernier fixage (soit ici le cours de clôture) et au cours moyen pondéré de cette même séance de bourse, laquelle a vu s'échanger 130 titres. Par ailleurs, on observe que le cours le plus élevé relevé au cours des 3 dernières années a été de 3 €, atteint le 7 juin 2021 pour 450 titres échangés. Un cours de 3 € n'avait plus été observé depuis octobre 2008 et la survenance de la crise financière.

On retient généralement les moyennes de cours à la date qui précède l'annonce d'une offre publique comme référence, plutôt que le dernier cours lui-même, lesquelles sont supposées refléter l'ensemble de l'information disponible la plus récente, tant sur la société que sur son environnement général.

Comme l'indique le tableau ci-après, les moyennes pondérées des cours²⁹ calculées au 16 novembre sont assez stables en fonction des fenêtres de calcul retenues allant des 20 dernières cotations à 12 mois. Elles sont ainsi comprises entre 2,49 € sur 3 mois calendaires et 2,52 € sur 6 mois, la moyenne pondérée sur les 20 derniers jours de cotation effective³⁰ s'établissant à 2,50 € :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	3,00	2,00	2,41	106 835	400	2,4%	37,6%	35%
24 mois	3,00	2,00	2,46	73 929	397	1,6%	27,1%	36%
12 mois	3,00	2,02	2,51	46 301	399	1,0%	17,5%	45%
6 mois	3,00	2,02	2,52	30 106	478	0,7%	11,6%	48%
3 mois	2,78	2,02	2,49	9 831	307	0,2%	3,8%	48%
20 dernières cotations	2,78	2,12	2,50	7 736	387	0,1%	3,0%	61%
Spot	2,60	2,60	2,60	130	130	0,0%	0,1%	

(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

b) Analyse de l'évolution du cours jusqu'au 16 novembre 2021

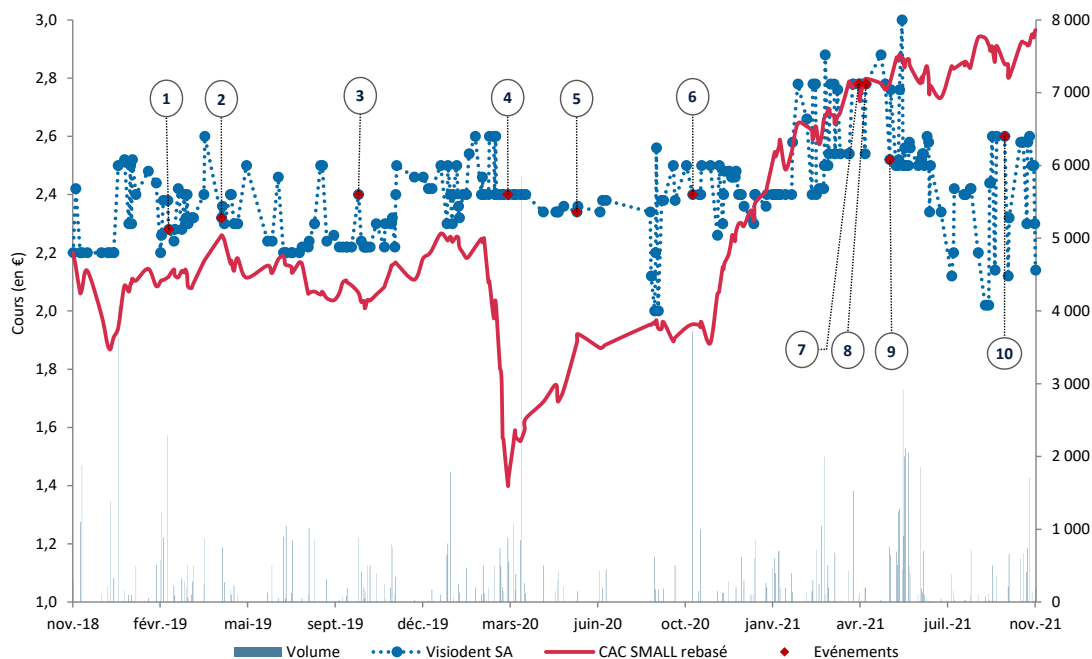
Le graphique ci-après retrace sur trois ans, l'évolution du cours de l'action Visident, ainsi que celle de l'indice CAC Small rebasé. Il faut cependant garder à l'esprit que les 143 valeurs qui composent actuellement cet indice ont des capitalisations comprises entre 4 m€ (Avenir Telecom, spécialiste de l'équipement téléphonique) et près de 5 Mds€ (ALD, acteur de la location longue durée de véhicules), avec une moyenne proche de 430 m€, ce qui correspond par conséquent à des entreprises de taille généralement bien supérieure à celle d'une PME comme Visident.

Les cours de l'actions Visident sont ici représentés par des points, sa cotation n'étant pas observée quotidiennement, contrairement à l'indice.

²⁹ La moyenne pondérée du cours sur une période donnée n'est autre que la somme des capitaux échangés par transaction (le produit du cours et du nombre de titres) divisé par le nombre de titres échangés au cours de cette durée.

³⁰ Période incluant les 20 séances avec cotation, intervenues du vendredi 1^{er} octobre 2021 inclus au mardi 16 novembre inclus.

Action Visident : évolution des cours et des volumes (36 mois)



Dates	Renvois	Evénements
28/02/2019	1	Chiffre d'affaires annuel 2018
29/04/2019	2	Rapport annuel 2018 et chiffre d'affaires 1er trimestre 2019
26/09/2019	3	Rapport semestriel 2019
16/03/2020	4	Chiffre d'affaires annuel 2019
28/05/2020	5	Rapport annuel 2019 et rapport du conseil sur le gouvernement d'entrep
12/10/2020	6	Rapport semestriel 2020
15/04/2021	7	Chiffre d'affaires annuel 2020
28/04/2021	8	Rapport annuel 2020 et rapport du conseil sur le gouvernement d'entrep
18/05/2021	9	Traité d'apport partiel d'actifs de la société Visident
30/09/2021	10	Rapport semestriel 2020

Comme l'indique le graphique ci-dessus, le cours de l'action a connu de novembre 2018 à février 2020 une évolution corrélée à celle de l'indice, bien que plus heurtée, tout en le surperformant légèrement. Le cours mensuel moyen de l'action a ainsi progressé sur cette première période, passant de 2,23 €, en novembre 2018 à 2,36 € en janvier 2020.

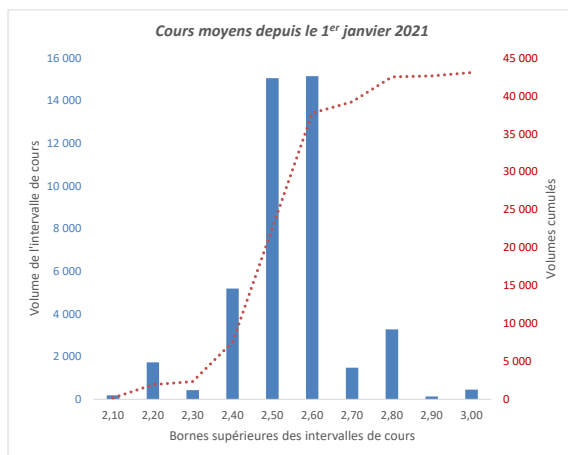
Ensuite, lors de la crise sanitaire, entre mars et octobre 2020, le cours de l'action a fait preuve d'une remarquable stabilité, avec d'importants volumes échangés le 2 avril (5 845 titres). Le 12 octobre 2020, la publication des comptes semestriels a confirmé le caractère résilient de l'activité et des marges de la Société face à la crise sanitaire. Durant cette période le cours forme ainsi un tunnel relativement stationnaire autour d'un axe central situé à 2,40 € qui prévaudra jusqu'à la fin du mois de janvier 2021.

Performance absolue	Action Visident	CAC Small
36 mois	7,4%	41,3%
24 mois	4,0%	37,6%
12 mois	8,3%	38,9%
6 mois	(9,7)%	6,8%
3 mois	8,3%	4,7%
20 jours de bourse	0,8%	2,2%

Depuis le rétablissement des marchés, l'indice CAC Small ayant retrouvé ses niveaux de janvier 2020 au début du mois de décembre de la même année, le cours de l'action Visident a franchi un nouveau palier, quittant la zone des 2,40 € pour entrer dans le tunnel à tendance stationnaire centré sur 2,50 €. En revanche, les indices n'ont cessé de progresser entre le début de décembre 2020 et le 16 novembre 2021. L'indice CAC Small a par ailleurs battu les indices plus Large Cap comme le CAC Mid&Small, le SBF 120 ou le CAC 40.

Il est intéressant de noter que le niveau de cours observé en 2021, avec un tunnel compris entre 2,40 € et 2,60 € n'est jamais qu'un retour à la situation qui prévalait déjà durant l'exercice 2017. Sur une période d'analyse ainsi élargie, le cours de l'action n'a donc pas progressé, étant précisé que les actionnaires ont par ailleurs bénéficié d'un rendement en dividende de 4,4 % en moyenne (hors année Covid, durant laquelle aucun dividende n'a été versé).

De manière plus précise sur l'année 2021, depuis le 1^{er} janvier et jusqu'au 16 novembre, il a été échangé 43 112 actions, soit 1 % des titres existants et 15 % du flottant. La moyenne pondérée des cours relevés sur cette période est de 2,52 €, valeur qui n'est pas significativement différente de la moyenne pondérée des 20 derniers jours de cotation effective, soit 2,50 €.



On observe que depuis le début de l'année, 35 % des titres ont été échangés entre 2,40 € et 2,50 €, ainsi qu'entre 2,50 € et 2,60 €. Ainsi, 70 % des titres se sont échangés entre 2,40 € et 2,60 €.

Enfin, 18 % des cours sont inférieurs à 2,40 € alors que 12 % sont supérieurs à 2,60 €.

On note par ailleurs que les moyennes calculées ne varient pas significativement en fonction de l'information comptable fournie par la Société. En effet, la moyenne pondérée des cours postérieurs à la date de publication des comptes annuels 2020, intervenue le 28 avril 2021, s'établit à 2,52 €. Cette dernière est sensiblement identique à la moyenne pondérée des cours postérieurs au 30 septembre 2021, date de la publication des comptes semestriels 2021, soit 2,50 €.

En synthèse, il semble que les efforts d'investissement supportés par l'entreprise depuis 2017 sont favorablement accueillis par le marché. Cependant, en dépit de la résilience de l'entreprise durant l'année d'émergence de la Covid 19, le cours entre fin 2020 et fin 2021 progresse finalement beaucoup moins que les indices, avec un retard d'environ 30 % sur 12 mois. Ceci semble indiquer que pour combler un tel retard, la Société devra délivrer des résultats en hausse, en cohérence avec les efforts d'investissement consentis depuis 5 ans. Enfin, quelle que soit la période retenue pour estimer le cours moyen de l'action en 2021, le résultat obtenu demeure donc relativement proche de la moyenne annuelle de 2,51 €, ce qui suggère une évolution stationnaire des cours. En effet, les cours moyens quotidiens s'inscrivent dans un tunnel dont les bornes, comprises entre 2,40 € et 2,60 €, encadrent 70 % des volumes échangés, qu'ils soient antérieurs ou postérieurs aux dates de publications des comptes annuels ou semestriels.

c) L'évolution du cours entre le 16 novembre et le 30 novembre 2021

Depuis la publication du projet d'offre de retrait, l'action Visident a coté à l'occasion de 6 séances jusqu'au 30 novembre 2021, dernier relevé dont nous disposons au moment de nos travaux.

Le cours s'est rapidement ajusté à la hausse et oscille entre 2,94 € et 2,98 €, affichant ainsi une décote comprise respectivement entre 2 % et 0,7 % par rapport au prix de 3 € proposé dans le projet d'offre.

d) Synthèse sur la référence au cours de bourse

En retenant les moyennes pondérées par les volumes 20 jours et 3 mois au 16 novembre 2021, la référence au cours de bourse ressort dans une fourchette comprise entre 2,49 € et 2,50 €. Toutefois, compte tenu de son flottant étroit et du faible volume des échanges, nous ne la retenons qu'à titre indicatif.

4.3.2 Transactions sur le capital de la Société

Au cours des dernières années, plusieurs transactions sur le marché et hors marché, ont porté, directement ou indirectement, sur le capital de Visiodent et impliqué les Co-initiateurs de l'Offre.

- **Acquisition d'actions Visiodent par monsieur Morgan Ohnona** : Le 31 mai 2018, l'AMF a publié une déclaration de franchissement de seuils³¹ indiquant que monsieur Morgan Ohnona avait franchi individuellement en hausse les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société en détenant 300 000 actions Visiodent et 450 000 droits de vote. Ce franchissement de seuils a résulté de l'exercice de promesses unilatérales de vente consenties par messieurs Gad Bitton et Steve Ohnona portant sur 150 000 actions Visiodent (soit 3,34 % du capital de la Société). Le prix de vente par action Visiodent avait été fixé à 2,50 €.
- **Rachat d'actions Groupe Visiodent** : En juin 2019, le fonds FIP Select PME 2013³² a cédé sa participation dans Groupe Visiodent, par réduction du capital non motivée par des pertes de Groupe Visiodent au prix par action Groupe Visiodent de 1,40 €. Cette opération qui a été réalisée sur la base d'un prix par transparence de l'action Visiodent de l'ordre de 2,30 €³³, a porté sur 750 000 actions Groupe Visiodent correspondant à 14,80 % du capital de Groupe Visiodent, lequel détenait fin 2019 86,92 % du capital de Visiodent, son seul actif.
- **Acquisition d'actions Visiodent par Groupe Visiodent** : Depuis sa constitution en juillet 2014 et à la suite de son offre publique d'achat simplifiée d'octobre 2014 visant les actions Visiodent, Groupe Visiodent a constamment renforcé sa participation dans Visiodent. Ainsi, après cette première offre à l'issue de laquelle Groupe Visiodent contrôlait 79,39 % du capital de Visiodent, Groupe Visiodent détient aujourd'hui 87,66 % du capital de sa filiale et a donc acquis plus de 364 000 titres entre 2014 et 2021. Plus précisément, entre 2019 et le 28 juin 2021, date de la dernière acquisition d'actions Visiodent, Groupe Visiodent a acquis 54 705³⁴ titres au prix unitaire moyen de 2,37 €.

Nous relevons que, s'agissant des deux premières opérations, elles ont impliqué des tiers ayant accès à des informations privilégiées sur la Société et qui ont accepté des prix par action inférieurs au prix d'Offre. Elles font ressortir un prix moyen de transaction de 2,40 €, s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 2,30 € et 2,50 €. Il convient toutefois de noter que ces transactions sont relativement anciennes et ont porté sur des quotes-parts de capital réduites. Par conséquent, sans constituer des références de valeur fortes, elles ne remettent pas en cause le caractère équitable du prix d'Offre. Nous les retenons donc à titre indicatif.

Par ailleurs, l'analyse de l'opération de rachat d'actions de Groupe Visiodent nous a conduits à examiner les accords conclus concomitamment afin de rééquilibrer l'actionnariat des familles des deux Fondateurs au sein de Groupe Visiodent.

³¹ Document AMF n° 218C0974 du 31 mai 2018.

³² Fonds d'investissement géré par CM-CIC Capital Privé.

³³ Soit le cours de bourse de l'époque.

³⁴ Représentant environ 60 % du marché du titre entre le 1^{er} janvier 2019 et le 28 juin 2021.

Ces accords prévoient :

- Le rachat d'un maximum de 400 000 actions Groupe Visiodent détenues par Financière York³⁵ en vue de leur annulation, réalisé sous la forme d'une promesse ferme et irrévocable de vente au bénéfice de Groupe Visiodent, exerçable en une ou plusieurs fois à l'initiative de son président³⁶ pendant un période de 3 ans suivant la réduction de capital permettant la sortie du fonds FIP Select PME 2013, au même prix que cette dernière soit 1,40 € par action Groupe Visiodent et donc sur la base d'un prix de 2,30 € par action Visiodent ;
- Des promesses de vente consenties par Financière York qui s'engage à céder (i) 25 000 actions Groupe Visiodent au profit de Financière Louisa³⁷ et (ii) 60 000 actions au profit de Hivista, exerçables à l'initiative des bénéficiaires pendant un période de 3 ans suivant la réduction de capital permettant la sortie du fonds FIP Select PME 2013, au même prix que cette dernière soit 1,40 € par action Groupe Visiodent.

Ces promesses doivent être exercées à l'issue du retrait obligatoire prévu dans le cadre de la présente Offre. Parallèlement, monsieur Morgan Ohnona apportera les actions Visiodent qu'il détient directement à Hivista, et qu'Hivista apporte au prix d'Offre l'ensemble des actions Visiodent qu'elle détient à Groupe Visiodent, de sorte que Groupe Visiodent détiendra la totalité des actions de Visiodent³⁸.

L'analyse de ces contrats conclus en juin 2019 n'a pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

4.3.3 Evaluation par la méthode DCF

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2021-2023 du plan d'affaires communiqué par le management décrit supra. Comme indiqué précédemment, nous avons ajusté ce plan, établi en mai 2021, des réalisations observées à fin septembre 2021.

L'incidence des différentes hypothèses retenues est présentée en analyse de sensibilité.

4.3.3.1 Estimation du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation estimé par nos soins se compose d'un coût d'opportunité pour l'actionnaire, de 6,86 %, majoré de primes de risque additionnelles d'un montant cumulé de 4,42 %, destinées à corriger des biais de prévision du plan d'affaires. Selon nos calculs, le taux pour actualiser les flux de trésorerie prévisionnels du plan d'affaires s'établit ainsi à 11,34 % à fin octobre 2021, compris dans une fourchette de +/- 0,55 %³⁹, calculé comme suit⁴⁰ :

Visiodent - Taux d'actualisation	29-oct.-21
Bêta avec levier : β_L	0,843
Taux sans risque	0,07 %
Prime AAA	0,31 %
Prime de risque MEDAF	5,52 %
Prime résiduelle de taille	1,87 %
Coût des fonds propres :	6,91 %
Prime pour aléa de prévision	2,60 %
Prime pour risque de défaut	1,83 %
Coût des fonds propres :	11,34%

³⁵ Contrôlée par monsieur Jacques Sebag, co-fondateur de Visiodent.

³⁶ Monsieur Morgan Ohnona est également président de Groupe Visiodent.

³⁷ Contrôlée par monsieur Meyer Ohnona, co-fondateur de Visiodent.

³⁸ Moins une (1) action Visiodent détenue directement par monsieur Morgan Ohnona.

³⁹ La marge de fluctuation retenue découlant ici de l'intervalle d'estimation du coefficient bêta.

⁴⁰ Le calcul détaillé du taux d'actualisation est présenté en annexe 7.2

- **Taux sans risque** : moyenne à fin octobre 2021 des taux de rendement à 10 ans des emprunts d'États de la zone euro notés AA et mieux, pondérés par le poids de chaque pays dans le PIB de la zone ;
- **Prime AAA** : écart observé à date entre le taux sans risque et les rendements à maturité des emprunts *corporate* émis en euros et notés AAA ;
- **Prime de risque MEDAF** : prime de risque du marché actions publiée par Fairness Finance, hors primes de risque spécifiques demandées par les investisseurs pour couvrir les biais de prévisions (risque de défaut, aléa de prévision notamment) ;
- **Coefficient bêta applicable aux fonds propres** : bêta hors dette égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur 3 ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers (cf. §4.3.4) ;
- **Prime résiduelle de taille** : prime de risque supplémentaire moyenne⁴¹ exigée par les investisseurs pour couvrir un risque spécifique *small cap* pour une société d'une capitalisation boursière de l'ordre de 30 m€ ;
- **Primes pour aléa de prévision et pour risque de défaut** : primes de risque supplémentaires moyennes exigées par les investisseurs pour couvrir les risques de défaut (1,83 %), sur la base d'une note de l'ordre de « B »⁴², et l'aléa de prévision reflétant le niveau moyen habituel exigé par les investisseurs en actions sur longue période sur l'ensemble du marché zone euro pour couvrir l'aléa de prévision sur les flux anticipés.⁴³

4.3.3.2 Résultats de l'approche de DCF et sensibilités

a) Valeur centrale du modèle DCF

La valeur centrale des capitaux propres issue du modèle de DCF s'établit à 12,4 m€, soit à 2,75 € par action Visident sur la base du nombre d'actions composant le capital, soit 4 495 001 titres. Cette valeur se compose pour moitié des flux attendus à compter de 2021 et pour les 5 années suivantes. Le solde de la valeur proviendrait pour l'essentiel de la valeur terminale, les ajustements bilanciaux à prendre en compte étant marginaux, comme présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des capitaux propres DCF	k€
Valeur présente des flux de trésorerie	6 195,1
<i>Cash flow terminal</i>	1 015,9
<i>Valeur terminale</i>	10 407,0
Valeur présente de la valeur terminale	6 000,2
Valeur d'entreprise	12 195,3
Position financière nette	448,2
Autres éléments	(274,3)
Valeur des capitaux propres	12 369,3
<i>Nombre d'actions</i>	4 495 001
Valeur en € par action	2,75 €

⁴¹ Source : Fairness Finance, modèle « *Advanced* ».

⁴² Basée sur la compilation des spreads obligataires *corporate* de la zone euro à fin octobre 2021

⁴³ Publiée tous les mois par Fairness Finance et estimée comme une fraction stable du TRI du marché sur une base historique à par comparaison des TRI implicites estimés à partir de prévisions de l'époque et ceux calculés à partir des réalisations effectives, une fois celles-ci connues, sur une période d'au moins 5 ans.

Etant précisé que :

- la valeur présente de la valeur terminale s'établit à 6 m€ et qu'elle est appréciée sur la base d'une rente perpétuelle capitalisant un cash-flow normatif annuel de 1 m€. Pour mémoire, au cours des exercices 2014 à 2020, le cash-flow avant variation de l'endettement s'est établi en moyenne à près de 465 k€ par an, avec des pics de 1,1 m€ et de 1 m€ atteints en 2015 et en 2020, à la faveur d'importantes variations de l'EFR (respectivement de 740 k€ et 786 k€). Le cash-flow normatif retenu dans le modèle d'évaluation est ainsi 2,15 fois supérieur à celui dégagé en moyenne par la Société au cours des 7 derniers exercices.
- le taux de capitalisation de la rente à l'infini repose sur un taux d'actualisation identique à celui retenu pour l'actualisation des flux annuels 2021 – 2026 et sur un taux de croissance à l'infini de 1,58 %. Ce dernier est identique à celui retenu par le modèle Fairness Finance pour estimer la prime de risque de marché. Le taux de 1,58 % correspond à 50 % de la croissance nominale moyenne pondérée des produits intérieurs bruts attendus à horizon de 5 ans par le FMI et par l'OCDE pour les pays de la zone euro ;
- l'excédent de trésorerie s'élève au 31 décembre 2020 à 448 k€. Compte tenu d'un report à nouveau de 601 k€, la trésorerie nette de 448 k€ a un caractère distribuable. Il est rappelé que ce montant est net du dividende de 449,5 k€ qui a été versé en juillet 2021 au titre du bénéfice réalisé en 2020 ;
- il est retranché la valeur présente, nette d'impôt sur les sociétés, des engagements liés aux futures indemnités de fin de carrières, soit 274 k€.

L'approche par le DCF appelle de notre part les commentaires suivants :

Tout d'abord, il convient de rappeler qu'en année normale, la Société distribue moins que son bénéfice de l'année antérieure. Compte tenu de son taux de distribution élevé (95%), sa position de trésorerie progresse peu, hors année Covid. Son cash-flow avant variation de l'endettement agrégé sur la période 2014-2020 a représenté moins de 90 % des bénéfices cumulés.

S'agissant des prévisions du plan d'affaires et leur extrapolation, on observe une rupture avec ce qui vient d'être indiqué, le futur cash-flow pour l'actionnaire étant systématiquement supérieur au bénéfice. Or une société qui distribue systématiquement plus que son résultat net finit potentiellement par avoir des capitaux propres négatifs, ce qui est effectivement le cas de la présente modélisation. L'essentiel de cette anomalie provient de l'augmentation de l'EFR due aux produits constatés d'avance, du fait du préfinancement d'une partie du chiffre d'affaires. Or ces produits constatés d'avance n'appartiennent pas dans leur totalité à l'actionnaire puisque des prestations devront être fournies en contrepartie des sommes perçues. D'autre part, ce préfinancement obère la marge sur coûts variables de la Société, si bien que son utilisation doit être motivée par un réemploi des fonds dans des investissements productifs. Ce constat nous a conduit, dans une approche *stand alone*, à retenir une hypothèse d'utilisation plus modérée que celle prévue par le management. Selon nos calculs, si nous avons retenu les mêmes hypothèses de préfinancement, la valeur de l'action par le DCF se serait établie à 2,96 € au lieu de 2,75 €.

Ensuite, nous précisons que nos travaux actuels retiennent l'hypothèse de l'arrêt de l'implication des deux fondateurs de la Société dans sa gestion et dans le choix de ses orientations stratégiques. Un tel scénario s'accompagnerait d'une création de poste et l'existence d'honoraires de consultants. En cas de maintien de la structure de coût initialement prévue dans le plan d'affaires, le niveau de marge attendu serait plus faible que dans le scénario d'évaluation central que nous privilégions. La valeur par l'approche DCF s'établirait alors à 2,65 € contre 2,75 €.

D'autre part, au cours de chacun des 7 derniers exercices, le résultat exceptionnel a comporté des charges nettes de produits sur opération de gestion. Ces dernières ont été omises dans les prévisions alors qu'elles présentent un caractère récurrent bien qu'exceptionnel au sens du plan comptable. C'est la raison pour laquelle nous les avons retenues dans la modélisation. Pour projeter dans le futur les données observées par le passé dans les comptes de la Société, il convient de faire abstraction des pertes sur créances qui à notre avis sont largement prises en compte

dans les prévisions du management, au motif qu'il est prévu de préfinancer une partie du chiffre d'affaires⁴⁴. Rappelons que ce préfinancement est récent puisque lié au produit Veasy. Ainsi, hormis les impayés, ces charges nettes représentent une valeur médiane de 0,89 % du chiffre d'affaires (ou encore 0,93 % en moyenne hors valeurs extrêmes). Leur impact sur la valeur centrale est de 0,19 € par action. En l'absence de ces charges, la valeur de l'action s'établirait ainsi à 2,94 €.

Enfin, dans le modèle que nous avons développé, le dispositif de crédit d'impôt recherche dont bénéficie la Société est supposé pérenne. Sa contribution à la valeur centrale de 2,75 € est de 0,67 € par action. Bien que le soutien à l'effort de recherche des entreprises ne se démente pas au fil des années, sa massification s'est néanmoins déjà traduite en 2013 par une baisse des pourcentages applicables aux dépenses éligibles. Par ailleurs, la distinction entre recherche et innovation est une question sujette à interprétation, sachant que le pourcentage retenu dans le premier cas est de 30 %, alors qu'il est de 20 % dans le second. Selon nos calculs, si l'entreprise devait se voir appliquer un pourcentage d'éligibilité de 20 % contre 30 %, la valeur intrinsèque calculée par le modèle s'établirait à 2,53 €.

b) Analyse de sensibilité à partir du scénario central

Le taux d'actualisation a été estimé en retenant une hypothèse de parfaite liquidité du titre Visident. Dans ce contexte qui demeure néanmoins théorique, le bêta de 0,84 retenu en valeur centrale est une estimation qui s'inscrit dans un intervalle de confiance compris entre 0,74 et 0,94. La prise en compte de ces bornes fait varier le taux d'actualisation entre 10,79 % et 11,90 %.

La sensibilité de la valeur aux variations des paramètres de taux et de croissance à l'infini est synthétisée ci-dessous :

Visident - Approche DCF €/action		Taux d'actualisation des capitaux propres à dette nulle				
		10,24%	10,79%	11,34%	11,90%	12,45%
g [∞]	2,08%	3,22	3,04	2,89	2,75	2,63
	1,83%	3,13	2,96	2,82	2,69	2,57
	1,58%	3,04	2,89	2,75	2,63	2,52
	1,33%	2,96	2,82	2,69	2,57	2,47
	0,83%	2,81	2,68	2,57	2,46	2,37

Enfin, selon nos calculs, compte tenu des prévisions de coûts fixes de l'entreprise et de marge sur coûts variables, en cas de retard d'un an dans l'accomplissement des objectifs de chiffre d'affaires, la valeur centrale de notre modèle de DCF s'établirait à 2,67 € au lieu de 2,75 €. La prise en compte d'une année supplémentaire de retard conduirait à une valeur de 2,48 €.

c) Conclusion relative à l'approche DCF

La valeur centrale de l'action Visident s'établit selon l'approche DCF retenue à titre principal, à 2,75 €. Le prix offert de 3 € par l'Initiateur fait ressortir une prime de 9 % par rapport à cette dernière.

Cette valeur repose sur une approche qui maximise la valeur de l'action mais qui dans une certaine mesure n'est pas tout à fait *stand alone*. La définition du cash-flow qui la sous-tend demeure néanmoins une pratique répandue chez les investisseurs ce qui nous conduit à la privilégier dans le cadre d'un retrait de la cote. Une approche qui correspondrait plus strictement à une valeur *stand alone*, en l'occurrence reflétant la capacité distributive de la Société, conduirait selon nous à une valeur plus proche du cours de bourse actuel.

⁴⁴ L'organisme partenaire de Visident prend à sa charge le risque d'impayé contre rémunération.

Enfin, les sensibilités de la valeur aux hypothèses retenues et aux marges de fluctuation des paramètres indiquent que le prix de 3 € se situe en haut de fourchette de l'estimation de la valeur intrinsèque par le DCF.

4.3.4 Evaluation par les multiples boursiers

Pour évaluer Visiodent, nous disposons d'un nombre relativement important de sociétés cotées, présentes dans le secteur de l'édition de logiciels destinés aux professionnels de la santé. Ainsi, l'échantillon constitué par nos soins comprend 18 sociétés dont 10 européennes, en ce compris Visiodent, et 8 américaines (cf. tableau ci-après). Cependant, aucune n'adresse la même cible, i.e. la niche commerciale étroite que forment les cabinets de soins dentaires. Ces sociétés sont par ailleurs beaucoup plus diversifiées en termes de cibles commerciales et d'implantation géographique, si bien qu'elles présentent des tailles beaucoup plus importantes. Leurs dimensions en font cependant des acquéreurs potentiels d'une société telle que Visiodent. Par ailleurs, comme évoqué précédemment, ces éditeurs généralistes sont confrontés, tout comme Visiodent de la part de centres de soins pluridisciplinaires, à l'émergence d'une demande croissante de logiciels polyvalents permettant d'adresser tous types de spécialités médicales. Sous cet angle, un tel échantillon sectoriel présente donc un certain intérêt en termes d'évaluation dans la mesure où il permet d'anticiper l'évolution du secteur vers une polyvalence de l'offre.

Néanmoins, ces multiples ne peuvent être transposés tels quels à Visiodent. En effet, les analyses que nous avons menées précédemment ont déjà permis d'identifier un effet favorable de la taille sur le coût du capital conditionnel en cas de survie, et plus particulièrement sur les primes liées au défaut ainsi qu'au biais d'optimisme et à la prime de taille stricto-sensu. Cet effet « taille » l'emporte sur l'effet diversifiant des *small caps* et la réduction du risque systématique qui en résulte. Au sein de l'échantillon, on observe ainsi que les multiples 2021 de chiffre d'affaires, d'EBE, de résultat opérationnel et de résultat net sont tous corrélés positivement au logarithme de la valeur d'entreprise, dans une fourchette comprise entre 18 % et 31 %.

Par conséquent, à croissance identique, le multiple boursier applicable à Visiodent sera inférieur à celui des sociétés de plus grande taille. Le marché adressé par la Société étant du reste mature, ses multiples ont toute chance d'être inférieurs à la moyenne de ceux des entreprises de notre échantillon, voire à leur 1^{er} quartile puisqu'elle présente la plus petite capitalisation. Cependant, le montant de la capitalisation boursière n'est pas le seul paramètre qui explique le niveau des multiples boursiers, et il convient d'en identifier le plus grand nombre possible pour pouvoir espérer positionner le multiple de Visiodent dans la hiérarchie des multiples observés. A priori, le nombre de sociétés composant l'échantillon permet d'entreprendre un tel exercice.

Une difficulté pour le mener à bien, provient du fait que la Société qui ne publie pas de comptes consolidés, produit des comptes aux normes françaises. Ceci engendre des représentations comptables différentes pour des phénomènes économiques identiques comparé aux 9 sociétés européennes qui au sein de l'échantillon publient des comptes aux normes IFRS et aux 8 autres qui publient des comptes aux normes américaines :

- ces différences se matérialisent notamment sur l'excédent brut d'exploitation ou EBE⁴⁵. Afin de limiter les biais sur le calcul des multiples, nous avons neutralisé autant que faire ce peu les effets de la norme IFRS 16 laquelle consiste à traiter les charges fixes de loyers comme l'acquisition d'un droit d'utilisation amortissable. Cette approche n'est en effet retenue ni dans les normes françaises, ni dans les US GAAP (en ce qui concerne le compte de résultat). Par ailleurs la dette IFRS qu'on assimilerait à tort à une dette financière n'est pas prise en compte dans nos calculs ;
- en revanche, il convient de rappeler que les dépenses de développement sont activées sous certaines conditions, tant en normes françaises que selon les IFRS, ce qui n'est pas le cas en normes américaines. En conséquence, les EBE de ces dernières, qui en l'espèce sont des EBITDA⁴⁶, tendent à être ici sous-estimés et les multiples qui en résultent à être biaisés à la hausse.

⁴⁵ Nous définirons l'EBE comme la différence entre les produits et les charges d'exploitation avant dotations nettes de reprises aux provisions, dépréciations et amortissements. Ce dernier peut le cas échéant être établi après la part du résultat exceptionnel considérée comme récurrente.

⁴⁶ L'EBITDA, pour Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, est un résultat opérationnel avant dotations aux amortissements. Il se distingue de l'EBE qui est établi avant dotations nettes aux provisions, notion qui tend à disparaître dans les comptes IFRS au profit de variations de dettes.

La dernière difficulté pour appliquer la méthode des multiples réside dans le fait que Visiodent bénéficie d'un avantage fiscal majeur, comparé à la plupart des sociétés de l'échantillon, en percevant des crédits d'impôt recherche supérieurs sa charge d'impôt de droit commun. Elle dégage ainsi un produit d'impôt net alors que les autres sociétés supportent une charge, y compris les sociétés françaises de notre échantillon. Ceci engendre un biais dans l'application des multiples calculés avant impôt que l'on peut tenter de neutraliser de deux manières :

- en augmentant les soldes intermédiaires de gestion des produits imposables équivalents nécessaires en théorie pour obtenir un résultat net imposé au taux de droit commun de même montant que celui bénéficiant du CIR ;
- en diminuant le dénominateur du multiple de la valeur présente des crédits d'impôt sans ajuster les soldes intermédiaires de gestion. La valeur de la Société s'obtient ensuite en ajoutant à la VE résultant de l'application des multiples, la valeur présente des CIR.

C'est la seconde approche que nous mettrons en œuvre au cas présent. Nous l'étendons au calcul du multiple de résultat net (PER⁴⁷), le multiple de la Société étant estimé à partir d'une capitalisation boursière et d'un résultat net diminués de la contribution du CIR.

Les agrégats de Visiodent auxquels s'appliquent les multiples, tels l'EBE et le résultat d'exploitation prévisionnels, sont nets des charges exceptionnelles, au sens comptable, pour autant qu'elles aient une certaine récurrence. Il s'agit ici des charges exceptionnelles sur opérations de gestion hors pertes sur créances que nous avons déjà mentionnées.

Après retraitements de notre part, les multiples examinés sont les suivants :

- le multiple de chiffre d'affaires qui sans doute, est le moins affecté par les différences comptables mais à l'inverse, est le plus sensible aux différences de marges, la valeur d'un fonds de commerce étant corrélée positivement à la rentabilité qu'il engendre ;
- le multiple d'EBE, que d'aucuns désignent par l'acronyme EBITaL⁴⁸, pour rappeler qu'il ne peut être pertinents qu'une fois neutralisé les effets de la norme IFRS 16 ;
- le multiple de résultat d'exploitation, que l'on a coutume de désigner par l'acronyme EBITaL⁴⁹ ;
- le multiple de résultat net. Il s'agit du PER, que l'on pourrait également désigner par l'acronyme PERaL, pour préciser qu'il doit comme les autres agrégats être dépollué des effets de la norme IFRS 16⁵⁰.

⁴⁷ Pour Price to earnings.

⁴⁸ Ou « EBITDA after lease » pour préciser que l'EBE a bien été diminué des charges de loyers activés selon IFRS 16.

⁴⁹ Pour EBIT after lease, afin de préciser que la charge d'amortissement de l'actif d'exploitation et la charge financière reconnues selon IFRS 16 ont bien été remplacées par la charge de loyers.

⁵⁰ PERaL pour price to earnings after lease. En effet, les charges liées aux loyers comprennent une dotation à l'amortissement linéaire d'un actif de droit d'utilisation et une charge financière dont la somme a peu de chance d'être à la charge théorique du loyer.

Selon nos calculs, les multiples relatifs aux exercices 2020 et 2021 s'établissent comme suit :

Société	VE* en m€	VE / CA (x)		VE / EBITDA (x)		VE / EBIT (x)		P/E (x)	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Visiodent SA	8	0,9x	0,9x	8,2x	7,1x	22,4x	20,4x	37,0x	27,4x
Pharmagest Interactive SA	1 422	8,3x	7,4x	27,5x	23,5x	30,5x	27,1x	47,9x	38,1x
Cegedim SA	535	1,1x	1,0x	6,2x	5,9x	13,4x	12,5x	39,0x	17,4x
EMIS Group PLC	1 026	5,5x	5,3x	19,3x	17,9x	22,4x	22,6x	28,2x	27,5x
Craneware PLC	797	12,7x	8,9x	35,9x	26,5x	44,2x	35,1x	63,5x	54,7x
CompuGroup Medical SE & Co KGaA	4 590	5,5x	4,5x	23,3x	22,7x	33,1x	34,0x	42,7x	41,7x
Ascom Holding AG	486	1,9x	1,8x	21,6x	16,8x	49,0x	30,3x	88,2x	42,0x
Nexus AG	1 166	7,2x	6,1x	36,6x	31,1x	59,1x	46,4x	77,8x	60,4x
GPI SpA	341	1,3x	1,1x	8,5x	7,1x	18,0x	13,9x	19,6x	17,2x
Sectra AB	3 587	22,3x	20,1x	94,5x	81,9x	111,5x	94,2x	142,4x	122,9x
Cerner Corp	19 500	4,3x	3,9x	13,6x	12,0x	21,5x	18,4x	27,1x	23,5x
Computer Programs and Systems Inc	495	2,3x	2,1x	13,8x	11,0x	21,8x	21,8x	17,6x	13,6x
Allscripts Healthcare Solutions Inc	1 863	1,4x	1,4x	7,1x	8,0x	12,2x	15,2x	22,0x	22,1x
Health Catalyst Inc	2 256	14,5x	11,1x						
Phreesia Inc	2 763	22,0x	16,9x	833,4x					
Change Healthcare Inc	9 969	3,8x	3,5x	12,6x	11,5x	15,0x	29,3x	16,4x	15,2x
Premier Inc	4 235	3,4x	3,2x	9,7x	10,3x	12,2x	13,6x	15,1x	15,8x
R1 RCM Inc	5 339	5,1x	4,2x	26,9x	19,0x	80,7x	44,0x	4 675,0x	
Moyenne hors extrêmes = μ^*	2 554	6,3x	5,2x	23,9x	16,0x	32,4x	26,6x	47,8x	31,0x
Médiane = Me	1 643	4,7x	4,1x	19,3x	14,4x	22,4x	24,9x	38,0x	27,4x
Moyenne sous le 1^{er} quartile de VE	373	1,3x	1,2x	7,9x	7,0x	13,2x	13,8x	17,2x	15,4x

Sources : rapports annuels et Refinitiv-Eikon. VE calculées sur la base de cours moyens 20 jours au 30-9-21, excepté 16-11-21 pour Visiodent. *VE de Visiodent hors valeur des

Comme l'indique ce tableau, les multiples des sociétés dont la valeur d'entreprise est inférieure au 1^{er} quartile, sont inférieurs au multiple médian, lui-même inférieur au multiple moyen de l'échantillon, ce qui illustre l'effet de la taille sur la valorisation des différents agrégats du compte de résultat.

On observe par ailleurs qu'avec la plus petite valeur d'entreprise, Visiodent n'en présente pas moins des multiples généralement supérieurs à la moyenne des 25 % des entreprises présentant les plus petites VE (excepté pour le chiffre d'affaires). Ceci accredit l'idée selon laquelle l'analyse des multiples doit envisager d'autres paramètres que la taille pour rendre compte des niveaux de valorisation boursière. Cette recherche de causalités est établie pour chacun des 4 multiples envisagés pour l'exercice 2021, l'exercice précédent étant susceptible d'avoir été affecté ponctuellement par la crise sanitaire⁵¹.

a) Multiple de chiffre d'affaires

Pour l'analyse du multiple de chiffre d'affaires, il est établi un modèle de régression multiple basé sur le noyau des entreprises européennes auquel il est ensuite adjoint des valeurs américaines, pour autant qu'elles suivent les mêmes règles de valorisation⁵² et en ajoutant de nouvelles variables explicatives à mesure que s'accroît le nombre de sociétés retenues⁵³. Il est ainsi établi un modèle à 10 sociétés⁵⁴ et à 8 variables explicatives⁵⁵. Une société européenne a dû en être exclue, Nexus A.G., son multiple résistant à l'analyse et s'expliquant potentiellement par une ou plusieurs autres variables additionnelles à découvrir ou du fait d'une erreur de mesure toujours possible.

Le modèle permet d'expliquer 99,99 % de la variance des multiples 2021, avec des coefficients et une constante significatifs au seuil de 1 %, mis à part celui attaché à la volatilité du taux de couverture des frais fixes⁵⁶. Ce paramètre

⁵¹ La prise en compte d'horizons plus lointains pourrait elle aussi être envisagée, mais elle serait selon nous largement redondante avec l'approche DCF qui par nature a vocation à expliciter la contribution des prévisions à moyen et long terme sur la valeur.

⁵² Les sociétés américaines ne doivent pas dégrader la précision du modèle (R^2 , test de Student et de Fisher, erreur – type des résidus).

⁵³ Une régression multiple doit reposer sur un nombre d'observations supérieur au nombre de variables explicatives (notion de degrés de liberté). L'adjonction de sociétés américaines à un noyau européen permet l'inclusion de nouvelles variables dans l'analyse.

⁵⁴ Dont les 9 sociétés européennes de notre échantillon, déduction faite de Nexus A.G. et y compris la société américaine Cerner Inc..

⁵⁵ Il s'agit d'un indicateur de volatilité de cours sur 12 mois, du taux d'EBE 2020, du logarithme de la capitalisation, de l'indicateur d'intensité capitalistique, du levier d'endettement, du taux moyen d'investissement sur chiffre d'affaires sur 3 ans, de la volatilité sur trois ans du taux de couverture des frais fixes, de la croissance du chiffre d'affaires attendue à deux ans.

⁵⁶ Pour ce dernier, le coefficient de la régression présente un risque de nullité de 16 %.

nous semblant avoir une importance aux yeux des investisseurs pour apprécier le risque de crédit et le risque systématique, nous choisissons de le maintenir dans le modèle.

Par cette approche, le multiple boursier de la Société semble refléter fidèlement ses performances financières et son profil de risque, le multiple modélisé étant égal au multiple observé, soit à 0,9x. Compte tenu toutefois de la précision du modèle, le multiple de la Société a en théorie 80 % de chance de se trouver dans un intervalle compris entre 0,7x et 1x. Selon cette approche, la valeur boursière théorique de l'action Visident aurait ainsi 80 % de chance de se trouver dans une fourchette comprise entre 2,2 € et 2,9 €.

b) Multiple d'EBE

Il est suivi une démarche identique à celle retenue précédemment pour le multiple 2021 d'EBE, avec 10 sociétés et 8 variables explicatives⁵⁷. Comme précédemment, Nexus A.G. a été exclue. Le modèle présente un R² de 99,98 %, avec des coefficients significatifs au seuil de 5 %, excepté pour le ratio de couverture des frais fixes, peu contributeur à la valeur des multiples, que nous conservons comme précédemment.

Par cette approche, le multiple d'EBE de la Société semble également refléter fidèlement ses performances financières et son profil de risque, le multiple modélisé étant égal au multiple observé, soit à 9,7x. Compte tenu de la précision du modèle, le multiple de la Société a en théorie 80 % de chance de se trouver dans un intervalle compris entre 3,3x et 11x. Sur cette base, la valeur boursière théorique de l'action Visident aurait ainsi 80 % de chance de se trouver dans une fourchette comprise entre 1,6 € et 3,7 €. On observera qu'étant le plus affecté parmi les multiples par les choix de comptabilisation, en l'espèce le niveau d'activation des dépenses de développement, ce dernier induit une fourchette large pour l'estimation de la valeur. Nous pensons qu'il faut y voir plus un signe d'imprécision qu'un symptôme de risque de perte de valeur, voire de potentiel d'appréciation de l'action Visident.

On notera qu'aucun multiple observé ne présente une influence notable sur le modèle⁵⁸, pas même la société suédoise Sectra A.B. avec pourtant un multiple de 81,9x. Néanmoins un modèle alternatif a été établi en retirant cette société ainsi qu'une variable explicative (le levier financier). Il en résulte un R² de 99,7 % et une estimation du multiple cible de 6,7x en valeur centrale au lieu de 7,1x observé. Par ailleurs la valeur de l'action serait comprise entre 1,1 € et 3,7 €. Cette seconde approche ne change donc pas la conclusion de la précédente, à savoir que le multiple d'EBE théoriquement applicable à la Société n'est pas le plus bas de l'échantillon tout en se situant à un niveau proche de la moyenne des multiples du premier quart des sociétés de l'échantillon classées par ordre croissant de taille (i.e. les 25 % des plus petites en VE).

c) Multiple de résultat d'exploitation

La modélisation repose une fois encore sur 10 sociétés, hors Nexus A.G., avec sept variables explicatives⁵⁹. Le R² du modèle est ici quasiment de 100 % (99,99 % une fois ajusté du nombre de variables) et tous les coefficients sont significatifs au seuil de 8 %.

Par cette approche, le multiple de résultat d'exploitation de la Société, tout comme les précédents multiples, semble refléter fidèlement ses performances financières et son profil de risque, le multiple modélisé, soit 20,4x, étant égal à celui observé. Compte tenu de la précision du modèle, le multiple de la Société a en théorie 80 % de chance de se trouver dans un intervalle compris entre 26x et 29,3x. Sur cette base, la valeur boursière théorique de l'action Visident aurait ainsi 80 % de chance de se trouver dans une fourchette comprise entre 2,5 € et 2,6 €. On observera que le multiple de résultat d'exploitation est en définitive le plus stable et le moins affecté par les différences de méthodes comptables et par les écarts de leviers d'endettement.

⁵⁷ Il s'agit des mêmes variables que pour le multiple de chiffre d'affaires, à l'exception de la note de crédit qui est remplacée par le coefficient de variation de du taux de couverture des frais fixes par la marge sur coûts variable au cours des 3 derniers exercices.

⁵⁸ Mesurée par son levier statistique au sens économétrique. Voir par exemple Régis Bourdonnais, *Économétrie*, Dunod.

⁵⁹ La variable explicative manquante pour étendre le modèle à Nexus AG n'ayant pas été trouvée, par principe de parcimonie, la variable de levier qui serait ici peu significative a été retirée.

d) Multiple de résultat net ou PER

Cette dernière modélisation repose encore une fois sur 10 sociétés, mais cette fois-ci en remplaçant Cegedim S.A. par la société américaine Computer Programs & Systems Inc. Le R² de la régression demeure élevé (99,93 % après ajustement) mais les coefficients associés aux variables sont un peu moins significatifs, avec un risque de nullité maximum de 12,2 %. Toutefois, la probabilité que l'ensemble des coefficients soient non significatifs demeure acceptable et s'établit à 2 %.

Par cette approche, le multiple de résultat net de la Société, tout comme les précédents multiples, semble refléter fidèlement ses performances financières et son profil de risque, le multiple modélisé, soit 27,4x, étant égal à celui observé. Compte tenu de la précision du modèle, le multiple de la Société a en théorie 80 % de chance de se trouver dans un intervalle compris entre 23,7x et 31x. Sur cette base, la valeur boursière théorique de l'action Visident aurait ainsi 80 % de chance de se trouver dans une fourchette comprise entre 2,3 € et 2,8 €.

e) Conclusion sur la méthode des multiples boursiers

La moyenne des analyses statistiques que nous avons mises en œuvre conduit à une valeur de 2,55 €, centrée quasiment sur le cours de bourse actuel. Elle serait comprise dans un intervalle de confiance allant de 2,1 € à 3 €, si l'on équipondère les critères. En amoindissant le poids du multiple d'EBE, lequel est le plus entaché d'un risque d'erreur de mesure, la médiane des bornes des intervalles se situerait plus probablement entre 2,21 € et 2,85 € :

Visident - Approche par les comparables €/action	CA	EBE	Rex	Res. Net	Moyenne	Médiane
Borne basse	2,12	1,57	2,47	2,29	2,11	2,21
Milieu de fourchette	2,51	2,62	2,54	2,54	2,55	2,54
Borne haute	2,90	3,67	2,61	2,79	2,99	2,85

Les multiples boursiers de Visident présentent une forte décote comparée aux multiples des grandes sociétés du secteur. Cette décote semble être en grande partie liée l'effet taille. Cependant, si l'on tient compte des performances financières et du profil de risque de la société au travers d'autres variables explicatives, il semble justifié que les multiples applicables à la Société ne soient pas les plus bas de notre échantillon.

Ceci dit, l'approche analogique aboutit à la même conclusion que celle du DCF, à savoir que le prix offert de 3 € est supérieur à la valeur centrale issue de l'approche, et qu'il tangente en la dominant, la borne haute de l'estimation produite par la méthode.

Étant donné qu'il n'a pas été possible ici de raisonner par une analogie directe, les sociétés du secteur n'étant pas encore des concurrents directs de Visident et étant de plus grande taille, nous considérons que le critère des multiples boursiers est moins probant que celui du DCF. Nous le retenons donc à titre secondaire.

4.3.5 Evaluation par les multiples de transactions

Nous n'envisagerons ci-après que les transactions engendrant un changement de contrôle et les offres publiques intervenues sur un marché réglementé pour autant qu'elles soient similaires ou transposables à la présente offre :

- une transaction correspondant à une offre publique portant sur un titre coté sur un marché réglementé peut, sans emporter changement de contrôle, présenter un intérêt au cas présent si elle doit également conduire à un retrait en cas de succès. Dans cette optique, nous examinerons l'offre relative aux actions Dedalus France (anciennement Medasys) qui a été déposée en juin 2020 ;
- les transactions minoritaires portant sur des titres de sociétés non cotées sont pour leur part généralement entachées de décotes d'illiquidité plus ou moins prononcées lorsqu'elles sont isolées et ne sont pas réalisées concomitamment avec la cession du contrôle. Dans des cas exceptionnels et en l'absence de pactes d'actionnaires, elles peuvent inversement conférer le contrôle au cessionnaire et bénéficier d'une prime non répartie entre les minoritaires. Du reste, les transactions minoritaires dans le domaine du non coté sont généralement insuffisamment renseignées pour pouvoir entreprendre des analyses semblables à celles réalisées sur les multiples boursiers, ce qui empêche toute interprétation et transposition ;

- s'agissant des transactions majoritaires, elles n'ont d'intérêt au cas présent que si elles portent sur des cibles suffisamment comparables. L'existence de prix de transactions portant sur des grandes entreprises cotées du secteur ne nous renseigne en effet que sur le fait que ces dernières s'opèrent sur des multiples offrant une prime de contrôle sur des valeurs boursières initialement non comparables à celle d'une Small cap comme Visident.

Au cas présent, nous avons identifié les acquisitions réalisées en 2017, 2018 et 2019 par la société Dedalus France, anciennement Medasys, ayant porté sur des éditeurs de logiciels de santé, comparables à Visident par leurs tailles.

En dépit de sa taille supérieure, et compte tenu du rôle qu'a joué Dedalus France dans le processus de concentration du secteur, il nous a semblé par ailleurs intéressant d'étendre l'analyse jusqu'au prix offert en juin 2020 à l'occasion de l'offre publique d'achat simplifiée qui a porté sur les actions de Dedalus France et s'est suivie d'un retrait.

a) Acquisitions réalisées par Dedalus France de 2017 à 2019

En 2017, la société Netika a permis au groupe Dedalus France de se renforcer dans le domaine de l'édition de logiciels pour les laboratoires d'analyse médicale. Elle a réalisé l'année de son intégration, un chiffre d'affaires de 6,7 m€ (en hausse de 11 %, contre 1,7 % pour Visident) avec une marge nette de 16 % (contre 6 % pour Visident). Netika a été acquise pour 9,8 m€. Compte tenu de sa position bilancielle et des informations disponibles, la société a été payée 1,3x fois son chiffre d'affaires 2017, 5,8x fois son résultat d'exploitation et 7,7x fois son résultat net.

Le 4 octobre et le 16 octobre 2018, Dedalus France a procédé respectivement à l'acquisition de DL Santé et d'Infologic Santé afin de renforcer sa position auprès des laboratoires d'analyse. La valeur d'entreprise totale de ces deux acquisitions s'est établie à 14,3 m€ pour un chiffre d'affaires combiné de 14,7 m€ (en hausse de 3 %, contre 0,8 % pour Visident) et un résultat d'exploitation combiné de 0,7 m€, correspondant à une marge opérationnelle de 4,5 % (4,7 % pour Visident). Selon ces informations, ces acquisitions auraient extériorisé sur les agrégats de l'année de leur d'intégration un multiple de chiffre d'affaires de 1x et de 21,3x pour le résultat d'exploitation.

La société Web100T, spécialiste des logiciels de gestion médico-administrative, a été acquise le 30 juillet 2019 par Dedalus France pour un prix de 26 m€. Elle réalisait un chiffre d'affaires de 13,8 m€ sur une durée d'exercice exceptionnelle de 15 mois. Ce dernier, ramenée à une durée de 12 mois était en croissance de 14,8 % (12 % pour Visident). Par ailleurs, la société réalisait une marge opérationnelle de 6,4 % l'année de son intégration (contre 3,8 % pour Visident). D'après ces informations, les multiples d'acquisition de Web100T de l'année de son intégration s'établissaient à 2,3x pour le chiffre d'affaires et à 36,5x fois le résultat d'exploitation.

Les acquisitions par Dedalus France, entre 2017 et 2019, d'éditeurs de logiciels ont porté sur des cibles en moyenne plus rentables ou en plus forte croissance que Visident aux mêmes dates. Leurs multiples doivent se comparer à ceux qui ressortent du prix de 3 € proposé pour la présente offre.

Selon nos calculs, les multiples implicites 2021 qui ressortent de la présente offre sont de 1,1x pour le chiffre d'affaires, 25,5x pour le multiple de résultat d'exploitation et de 34,3x pour le PER.

Si l'on fait abstraction du multiple de chiffre d'affaires, lequel est étroitement lié à la rentabilité du fonds de commerce, il est possible d'établir une comparaison sur le multiple de résultat d'exploitation. Sur les acquisitions 2017 et 2018, les multiples acquittés par Dedalus France sont inférieurs à celui ressortant du prix offert aux actionnaires de Visident. En revanche, l'acquisition de Web100T fait ressortir un multiple supérieur.

Au vu du caractère lacunaire des informations disponibles, ces résultats ne sont à retenir selon nous qu'à titre indicatif, dans la perspective d'un contrôle de cohérence.

b) Examen de l'offre publique d'achat simplifiée sur les actions Dedalus France

L'action Dedalus France a fait l'objet d'une offre publique d'achat simplifiée déposée le 9 juin 2020 au prix de 0,80 € par titre, réhaussée par l'initiateur (Dedalus Italia) après un dépôt initial le 18 mai 2021, au prix de 0,70 €. Cette offre portait sur 14,6 % du capital hors autocontrôle et elle présentait une prime de 5 % par rapport au cours de bourse moyen pondéré postérieur à la publication des comptes 2019, calculé du lundi 4 mai au vendredi 15 mai inclus (le cours ayant été suspendu le lundi 18 mai, jour du dépôt du premier projet d'offre).

Au terme de l'offre, et après acquisitions d'actions complémentaires le 10 juillet et réalisées au même prix, soit à 0,80 €, l'initiateur détenant 91,6 % du capital net d'autocontrôle, a pu procéder en juillet 2020 au retrait obligatoire du titre au prix de 0,80 € par action.

Sur la base des informations communiquées dans la note d'offre et dans la note en réponse, le groupe Dedalus France a dégagé en 2019 un chiffre d'affaires consolidé de 55,2 m€, en hausse de 21,5 % à isopérimètre (contre 12 % pour Visident), avec un résultat opérationnel retraité de 3,9 m€⁶⁰ correspondant à une marge de 7 % (contre 3,8%).

Compte tenu de ces éléments, le prix de 0,80 € correspond à un multiple de résultat opérationnel de 28,1x.

Ce dernier pour être parfaitement comparable à celui que nous calculons pour Visident, doit à notre avis être calculé selon la même méthodologie s'agissant de la prise en compte du crédit d'impôt recherche. Après ajustement, il s'établit à 27,1x selon nos calculs.

Par ailleurs, le multiple issu de l'offre sur Dedalus France repose sur les comptes du dernier exercice publié, soit 2019, pour une transaction intervenue à mi-année 2020. À notre avis, étant donné que la présente offre a lieu en fin d'année, il convient de retenir pour Visident la moyenne des multiples induits au titre des exercices 2020 et 2021 pour pouvoir établir la comparaison. Selon nos calculs, cette moyenne est égale à 27,7x, soit à un niveau sensiblement identique à celui de la transaction Dedalus France.

Appliqué au résultat d'exploitation moyen de Visident, pour ses exercices 2020 et 2021, ajusté de la part récurrente du résultat exceptionnel, et en tenant compte de la valeur des crédits d'impôt recherche, le multiple de 27,1x conduit à une valeur de 2,9 € par action Visident.

En synthèse, le multiple de résultat opérationnel, qui est à notre avis le seul agrégat pertinent en l'espèce, tel qu'issu de l'offre de 2020 sur le titre Dedalus France, ne remet pas en cause le prix de 3 € proposé dans le cadre de la présente offre aux actionnaires de Visident.

c) Autres transactions intervenues récemment dans le secteur

En complément des transactions précédentes, nous avons relevé l'acquisition, de la société française Epsilog S.A.S. par le groupe allemand CompuGroup Medical, intervenue fin décembre 2019.

Epsilog est un éditeur de logiciels destinés aux auxiliaires médicaux, kinésithérapeutes, infirmières, orthophonistes et orthoptistes. Ce dernier revendiquait la place de numéro deux du marché français sur le segment des auxiliaires médicaux, derrière Cegedim. L'entreprise réalisait en 2018 un chiffre d'affaires de 14,4 m€, en hausse de 10 % (contre 0,8 % pour Visident), avec un taux de marge d'exploitation de 31 % (contre 4,7 %).

Le prix d'acquisition de 72 m€ hors trésorerie, faisait ressortir un multiple du résultat d'exploitation 2018 de 16x. Ce dernier est sensiblement inférieur à celui qui découle du prix de 3 € par action Visident, calculé par nos soins au titre de l'exercice 2020, soit 29,9x. Le multiple de la transaction Epsilog est du reste également inférieur en moyenne à ceux issus des transactions entreprises par Dedalus France ou Dedalus Italia.

L'application du multiple de 16x au résultat d'exploitation 2020 de Visident conduirait à une valeur de 1,8 € par action, soit le prix de l'offre publique d'achat de 2014.

Nous n'avons pas identifié d'autre transaction transposable, faute d'information suffisante ou parce que l'opération portait sur une cible au profil trop éloigné de celui de Visident en termes de rentabilité de taille ou d'implantation géographique. Ces transactions non retenues font l'objet d'un commentaire de notre part dans la partie de notre rapport consacrée à l'analyse des travaux d'évaluation de l'Établissement présentateur de la présente offre.

d) Conclusion sur la méthode des multiples de transaction

Avec les limites exposées précédemment, les transactions issues de la croissance externe de Dedalus France opérée entre 2017 et 2019 ont porté sur des sociétés de tailles comparables à Visident. Leur transposition conduit à une valeur de 3,1 € par action Visident. L'offre publique sur Dedalus France concernait quant à elle à une entreprise

⁶⁰ Le résultat opérationnel est retraité selon l'approche suivie par l'expert indépendant, qui a neutralisé les effets de la norme IFRS 16, les charges à caractère non récurrent ainsi que les frais de holding de Dedalus Italia, initiateur de l'offre.

plus grande mais visait un retrait comme dans le cas de la présente opération. Sa transposition conduit à une valeur de 2,9 € par action Visiodent. La moyenne de ces deux résultats s'établit ainsi à 3 €.

Les transactions que nous avons relevées conduisent ainsi à une fourchette assez large du fait de la borne base déduite de la transaction relative à Epsilog, soit 1,8 €. La borne haute serait quant à elle de 3,1 €, avec une valeur cible de 3 €.

Ces résultats sont à considérer néanmoins avec prudence et leur portée est limitée. Ils ne sont donc exposés ici qu'à titre de recoupement de l'approche par le DCF et de la fourchette définie par les multiples boursiers.

5 | ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

L'Établissement présentateur, ou ci-après Portzamparc (ci-après l'« Évaluateur » ou la « Banque »), a réalisé ses travaux sur la base des mêmes informations que celles dont nous avons disposées. Comme les nôtres, ils conduisent à la conclusion que le prix offert présente une prime par rapport aux différentes méthodes ou références retenues, avec cependant quelques différences quant aux résultats ou dans le choix des méthodes retenues. Le tableau ci-après présente nos résultats respectifs :

Visident Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)					
		Banque			BM&A		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse au 16 novembre 2021	12 mois	2,00	2,49	3,00	2,02	2,51	3,00
	6 mois		2,54		2,02	2,52	3,00
	3 mois				2,02	2,49	2,78
	60 jours de bourse		2,49				
	20 jours de bourse		2,54		2,12	2,50	2,78
	Spot		2,60		2,60	2,60	2,60
Actualisation des flux	DCF	2,56	2,62	2,68	2,57	2,75	2,96
	DDM		1,85				
Comparables boursiers		2,53		2,75	2,21	2,54	2,85
Comparables transactionnels					1,83	3,00	3,11
Transactions sur le capital			2,30		2,30	2,40	2,50
Actif net comptable	31-déc.-20					0,65	
	30-juin-21		0,64			0,64	

a) Méthode retenue par un seul des deux rapports d'évaluation

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, Portzamparc a retenu une évaluation par l'actualisation de dividendes, alors que nous avons exclu cette approche pour les raisons que nous avons exposées précédemment dans la partie de notre rapport ayant trait aux méthodes écartées (§ 4.2).

Inversement, nous avons développé une approche basée sur les multiples de transactions, ce qui n'a pas été retenu par la Banque. Celle-ci a en effet calculé des multiples de chiffre d'affaires qu'il aurait été non pertinent de transposer tels quels, sauf à procéder à une analyse des variables explicatives, comme la marge opérationnelle par exemple. Nous remarquons par ailleurs que celles des transactions mentionnées par l'Évaluateur que nous n'avons pas retenues, au-delà de la question du multiple renseigné, portent soit sur des entreprises de tailles non comparables, soit sur des sociétés étrangères, ce qui, à notre avis, n'apporterait pas d'information probante pour évaluer Visident. Pour notre part, sur la base des multiples de résultat d'exploitation issus de transaction différentes pour la plupart et visant des cibles françaises, nous parvenons à une fourchette de valorisation qui corrobore la valeur centrale du DCF que nous retenons à titre principal.

b) Méthodes du DCF

Par cette approche, Portzamparc parvient à une valeur centrale de 2,62 € contre 2,75 € pour notre part. Cet écart s'explique essentiellement par la prise en compte par l'Évaluateur d'un taux d'actualisation plus important, soit 11,97 % contre 11,34 % dans notre modèle⁶¹. Ceci compense par ailleurs le fait qu'il n'a pas ajusté la prévision d'atterrissage 2021 et retenu des hypothèses plus optimistes pour l'extrapolation du plan d'affaires. En particulier, il retient un cash-flow normatif de 1,3 m€ contre 1 m€ dans nos calculs.

⁶¹ La comparaison entre les différents éléments constitutifs du taux d'actualisation sont présentés en annexe 7.2

Il est selon nous légitime au cas présent, de compenser par un taux plus élevé la prise en compte de prévisions plus optimistes. Cependant, dans la mesure où Portzamparc utilise comme donnée d'entrée la prime de risque de 10,8 % estimée par la société Bloomberg et que cette dernière ne fait pas état de son estimation du degré de biais d'optimisme que son modèle prendrait en compte, il nous est difficile de porter un jugement sur l'amplitude de l'écart entre nos travaux respectifs. À titre d'information, si l'on avait retenu dans le modèle de Portzamparc le même taux d'actualisation que dans nos travaux, il en serait ressorti une valeur centrale de 2,86 € par action. Inversement, l'application du taux de 11,97 % dans notre modèle conduirait à une valeur centrale de 2,61 €.

La première approche conduirait à appliquer un taux sans doute trop faible à des prévisions trop optimistes, et la seconde un taux trop élevé au regard des prévisions retenues. Nous observons que les bornes issues de ces modifications encadrent les valeurs centrales auxquelles nous parvenons et s'inscrit dans l'intervalle de confiance de notre modélisation. Les deux approches ne seraient donc pas remises en cause par l'écart de 0,63 % relevé entre nos deux modèles.

c) Méthodes des multiples boursiers

L'Évaluateur a retenu un échantillon plus restreint et qui, bien qu'international, incorpore davantage de sociétés françaises. Ces dernières à notre avis sont plus éloignées en termes de secteur d'activité mais présentent l'avantage d'être un peu plus proches par leur taille que la moyenne des sociétés retenues par nos soins.

Techniquement, nos deux approches divergent sur la façon de tenir compte des biais susceptibles d'affecter les multiples :

- Portzamparc privilégie le multiple d'EBIT, lequel est le moins affecté par les écarts de politiques d'activation de frais de développement et de levier financier. Pour notre part, nous avons recouru à une approche économétrique permettant l'analyse de 4 catégories de multiples et leur transposition à la Société ;
- d'autre part, nous avons privilégié les multiples retraités d'IFRS 16, ce qui par exemple dans le cas des multiples d'EBIT, conduit à des ratios plus élevés que ceux calculés par l'Évaluateur ;
- notre approche consiste à calculer des multiples retraités de la valeur des crédits d'impôt recherche (CIR) et d'ajouter ensuite leur valeur à celle résultant de l'application du multiples. Ceci vise à neutraliser l'effet du CIR sur les multiples et à tenir compte de sa valeur spécifique pour Visiodent (telle qu'elle a été établie par le DCF). Il est évident que ceci ne peut être parfaitement exécuté, puisque toutes les sociétés bénéficient à des degrés divers de dispositifs d'aide à la recherche. Néanmoins, au vu de l'importance du CIR pour la rentabilité de la Société, il nous semble que cette approche est la plus favorable.

Par ailleurs, l'Évaluateur n'a pas tenu compte du retard pris dans la réalisation du budget 2021. À notre avis, ceci compense favorablement le fait qu'il n'a pas suivi une approche identique à la nôtre pour tenir compte du CIR.

Enfin, nos travaux respectifs prennent en compte de manières différentes l'effet taille et l'effet croissance :

- pour ce dernier, Portzamparc retient le multiple 2022 en plus du multiple 2021, quand pour notre part, nous intégrons une variable de croissance à moyen terme pour régresser le multiple 2021, ce qui rationalise à notre avis le poids relatif qu'il conviendrait d'affecter aux résultats issus de multiples calculés pour des exercices différents ;
- s'agissant de l'effet taille, l'Évaluateur retient un barème de décotes établi en fonction d'écarts de taux d'actualisation entre sociétés de tailles différentes. À notre connaissance, ce modèle qui est antérieur à la crise de 2008 n'a pas été mis à jour depuis. Nous aurions pu suivre une approche similaire dans son principe à partir de la mesure de l'effet taille sur le coût du capital mesuré par le modèle Fairness Finance. Nous préférons cependant mettre en œuvre une approche plus ciblée, consistant à régresser directement des multiples de notre échantillon sectoriel en fonction de 8 variables plutôt que du seul paramètre de taille.

Portzamparc parvient à une valeur après décote de 2,53 € par le multiple 2021 et de 2,75 € par celui de 2022. Ceci définit un milieu de fourchette de 2,64 €. Ce résultat est assez proche de la valeur centrale de 2,54 € à laquelle nous parvenons. Par conséquent, en dépit de leurs différences méthodologiques, nos travaux nous conduisent à conclure

que le prix de 3 € offre une prime sur la valeur boursière théorique de Visiodent, i.e. en l'absence de toute décote d'illiquidité.

d) Référence au cours de bourse

La forte volatilité des cours justifie pleinement de privilégier un cours moyen plutôt qu'un cours spot dans nos travaux respectifs.

Comme l'indique le tableau ci-dessus, nous n'avons pas privilégié la même période de calcul du cours moyen pondéré. Ainsi, en se basant sur la moyenne observée sur les 60 derniers jours d'ouverture du marché, Portzamparc parvient à une moyenne de 2,49 €. Pour notre part, en retenant la moyenne pondérée des 20 dernières cotations effectives de l'action Visiodent, nous parvenons à une moyenne de 2,50 €. On constate donc que le choix de la fenêtre de calcul importe peu, le cours de bourse présentant une évolution stationnaire depuis le début de l'année.

e) Référence aux prix des dernières transactions hors marché intervenues sur le capital

L'évaluateur a retenu comme référence, le prix par transparence de 2,30 € ressortant du rachat intervenu en juin 2019 par Groupe Visiodent de ses propres actions, auprès du fonds FIP Select PME 2013. Bien que cette transaction ait porté sur les titres du holding de contrôle de la Société et non directement sur les actions Visiodent, il était justifié en effet de retenir la valeur par transparence qu'elle induit, sa participation au capital de la Société constituant l'essentiel de la valeur de Groupe Visiodent.

Pour notre part, il nous a semblé opportun de retenir également le prix de 2,50 € retenu pour la transaction intervenue l'année précédente, en mai 2018 et résultant de l'exercice de promesses unilatérales de vente consenties à monsieur Morgan Ohnona par messieurs Gad Bitton et Steve Ohnona. Bien que portant sur un nombre de titres plus restreint que celle impliquant le fonds FIP Select PME 2013 (3,3 % contre 14,8 % par transparence), elle présente selon nous l'intérêt de porter directement sur les actions de la Société.

Cette différence méthodologique ne change toutefois pas nos conclusions respectives, à savoir que les prix ressortant de ces transactions ne remettent pas en cause celui de 3 € proposé par l'Initiateur.

6 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Visident auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 3,0 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Visident		Valeur par action			Prime/ (Décote)
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse au 16 novembre 2021 (3)	12 mois	2,02	2,51	3,00	19,6%
	6 mois	2,02	2,52	3,00	19,0%
	3 mois	2,02	2,49	2,78	20,7%
	60 jours de bourse				
	20 jours de bourse	2,12	2,50	2,78	20,1%
	Spot	2,60	2,60	2,60	15,4%
Actualisation des flux (1)	DCF	2,57	2,75	2,96	9,0%
Comparables boursiers (2)		2,21	2,54	2,85	18,1%
Comparables transactionnels (3)		1,83	3,00	3,11	0,0%
Transaction sur le capital (3)		2,30	2,40	2,50	25,0%
Actif net comptable (3)	31-déc.-20		0,65		364,4%
	30-juin-21		0,64		371,4%

(1) Retenue à titre principal

(2) Retenue à titre secondaire

(3) Retenue à titre de recoupement ou d'information

En l'absence de société cotée comparable de même taille ou de transactions sectorielles suffisamment renseignées et récentes pour être parfaitement transposables, la méthode du DCF est à notre avis celle qu'il convient de privilégier. Selon notre modèle, elle conduit à une valeur centrale de 2,75 € qui correspond selon nous à la valeur intrinsèque théorique de l'action Visident, pour un actionnaire minoritaire dans un contexte de liquidité satisfaisante. Selon nos analyses, la pertinence du cours de bourse, qui se situe autour de 2,50 € avant dépôt du projet d'Offre, est en revanche obérée par un flottant réduit et une liquidité faible.

Par rapport à la valeur centrale du DCF, le prix de 3,0 € proposé fait ressortir une prime de 9 %. Cette valeur est inscrite dans une fourchette comprise entre 2,57 € et 2,96 €. Cette dernière encadre les résultats du modèle de DCF mis en œuvre par la Banque. Comme nous l'avons indiqué, la valeur 2,75 € repose sur une définition du cash-flow libre qui est des plus favorables. Des approches plus restrictives seraient sans doute plus conformes à une évaluation *stand alone*, laquelle est censée épouser le point de vue des actionnaires minoritaires. Elles aboutiraient, selon nos calculs, à une valeur comprise entre le cours de bourse de 2,50 € et une valeur intermédiaire de 2,67 €.

Enfin, il convient de remarquer que des transactions intervenues en 2018 et en 2019 ont impliqué comme cessionnaires les principaux actionnaires du concert exerçant le contrôle sur le capital de la Société. Elles font ressortir des valeurs comprises entre 2,30 € et 2,50, soit en moyenne une valeur de 2,40 € inférieure au prix de l'Offre.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 3,0 € par action Visiodent proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 13 décembre 2021

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal
Associé

7 | ANNEXES

7.1 Lettre de mission



BM&A Advisory & Support

11, rue de Laborde
75008 Paris

A l'attention de Monsieur Pierre Béal

Paris, le 3 Novembre 2021

Objet : Désignation de l'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la société Visiodent

Cher Monsieur,

Les actionnaires de contrôle de la société Visiodent (« **Visiodent** » ou la « **Société** »), les sociétés Groupe Visiodent et Hivista, détenant de concert avec Monsieur Morgan Ohnona 94,33% du capital et 97,02% des droits de vote de la Société, ont fait part de leur intention de mettre en œuvre une offre publique de retrait visant les titres de la Société suivie d'un retrait obligatoire (l'« **Offre** »).

Dans ce cadre, en application de l'article 261-1, I (1° et 2°) et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), un expert indépendant doit être désigné dans le cadre du projet d'Offre dans la mesure où (i) la Société est contrôlée par les co-initiateurs agissant de concert avec Monsieur Morgan Ohnona, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce avant le lancement du Projet d'Offre, (ii) les dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec un co-initiateur du Projet d'Offre susceptible d'affecter leur indépendance, et (iii) un retrait obligatoire est envisagé.

Par décision en date du 19 octobre 2021, en application des dispositions susvisées (article 261-1, I (1° et 2°) et II du règlement général) le Conseil d'administration a désigné le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre et l'appréciation du caractère équitable du prix proposé pour l'Offre (pour l'offre publique de retrait et le retrait obligatoire).

A défaut de pouvoir constituer un comité *ad hoc* conformément aux dispositions du III de l'article 261-1 du règlement général faute d'administrateurs indépendants au sein du Conseil d'administration, votre désignation a été effectuée sous réserve de l'absence d'opposition de la part de l'AMF. Par la présente, nous vous informons que par décision du 2 novembre 2021, l'AMF a indiqué ne pas s'opposer à la désignation du cabinet BM&A Advisory & Support en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre.

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux figurant dans votre lettre de mission dont les termes ont été agréés par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 19 octobre 2021,

concernant le cadre réglementaire, l'approche méthodologique envisagée et les modalités pratiques de votre intervention.

Par ailleurs, nous vous confirmons à nouveau pour la bonne forme ne pas avoir identifié de conflit d'intérêts au sens de l'article 1 de l'Instruction AMF DOC-2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'expression de notre considération distinguée.



Morgan Ohnona
Président-Directeur Général

7.2 Détail du calcul du taux d'actualisation

Afin de pouvoir comparer l'approche de la banque présentatrice et nôtre, nous présentons le tableau ci-dessous selon une approche plus classique :

Eléments	Réf./Calcul	BM&A	Banque
Bêta de l'actif économique	bU	0,84	0,82
TRI du marché	A	8,00%	10,79%
Taux sans risque	B	0,07%	-0,04%
Prime de risque actions	C=A-B	7,92%	
<i>dont prime de biais optimiste</i>	1	1,85%	
<i>dont prime de risque de défaut</i>	2	0,24%	
<i>dont prime AAA</i>	3	0,31%	
Sous-total biais Large Cap	D=1+2+3	2,40%	
D'où Prime MEDAF	E=C-D	5,52%	
Prime MEDAF affectée du Beta	P= E x bU	4,66%	
Biais Large CAP	D	2,40%	
Taux d'actualisation (hors Prime Small Cap)	F=B+P+D	7,13%	8,81%
Neutralisation de la prime d'illiquidité	4	-0,18%	
Prime de biais de prévision Small Cap	5	4,39%	
Prime Small Cap	G=4+5	4,21%	3,16%
Taux d'actualisation Visident	F+G	11,34%	11,97%

Notre calcul repose sur les données de marché publiées par le site Fairness Finance⁶² alors que celles de la Banque s'appuient sur le fournisseur de données financières Bloomberg (taux sans risque et prime de risque) et sur les travaux de Duff & Phelps (prime de taille).

Le modèle Fairness Finance établit chaque mois le TRI du marché actions (de la zone Euro notamment) et, après soustraction du taux sans risque⁶³, conduit à la détermination de la prime de risque actions. Cette prime se décompose entre :

- la prime Médaf (5,52 %), sur laquelle s'applique le Bêta ;
- les biais attachés aux sociétés Large Cap dont :
 - la prime de biais d'optimisme (1,85 %), qui correspond à la prime de risque pour biais d'optimisme implicitement retenues par les investisseurs en actions ;
 - la prime de risque de défaut (0,24 %) affectant les Large Cap ;
 - la prime AAA (0,31 %) qui correspond au spread constaté en zone euro entre les emprunts émis par des entreprises notées AAA et les emprunt souverains de même notation, in fine de maturité 10 ans.

Les données détaillées ci-dessus sont présentées sur le site Fairness Finance (cf. capture d'écran infra) :

⁶² Le site Fairness finance est publié par le cabinet BM&A, et fournit chaque mois des paramètres de marché (prime de risque des actions, calcul de la décote de taille, bêta sectoriel). Pour une présentation du modèle : <https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-2/fiche-n-2-l-approche-prospective.dhtml>

⁶³ Fin octobre 2021, le taux sans risque en zone euro est estimé à 0,07 % représentant le taux moyen pondéré de titres d'emprunts in fine de maturité 10 ans, émis par les d'États de la zone euro notés au moins AA

Zoom sur...
Spot au 30 novembre 2021

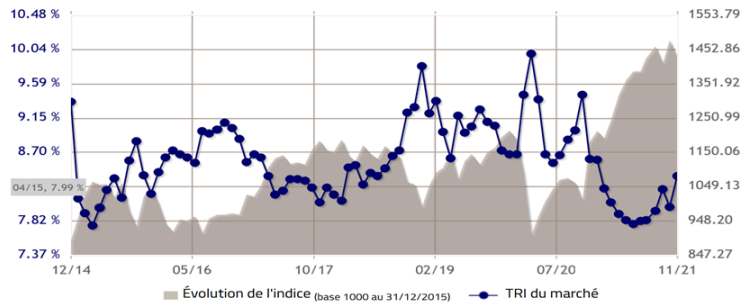
8,40
TRI du marché

-0,18
Taux sans risque

8,57
Prime de risque

5,79
Prime MEDAF

TRI du marché



Rendement et prime de risque du marché

Échantillon Zone Euro

Télécharger Excel

Spot	Moyenne 3M	Moyenne 6M				
Date du calcul	n Nombre de sociétés ⁽¹⁾	C Capitalisation boursière moyenne (M€)	k_L TRI du marché	r_f Taux sans risque	π_E Prime de risque du marché (écart)	π_R Prime de risque MEDAF
30/11/2021	1 200	7 285	8,40%	-0,18%	8,57%	5,79%
29/10/2021	1 200	7 598	8,00%	0,07%	7,92%	5,52%
30/09/2021	1 200	7 198	8,23%	-0,04%	8,26%	6,09%
31/08/2021	1 205	7 346	7,95%	-0,22%	8,17%	6,21%
23/07/2021	1 217	7 154	7,83%	-0,27%	8,09%	6,09%

Toutefois, ces données ne s'appliquent qu'à des sociétés de grande taille (Large Cap). Aussi, il est tenu compte d'une prime de taille qui s'ajoute à la prime de risque prévue par le MEDAF pour refléter le surcroît de rendement exigé par les investisseurs pour les sociétés de taille inférieure à la moyenne pondérée du marché. Nous la calculons en régressant les rendements moyens exigés pour chacun des déciles composant le marché en classant les sociétés en fonction de leur capitalisation boursière⁶⁴.

Concernant Visident, cette prime est estimée à 4,21 % (après neutralisation de la prime d'illiquidité). Afin d'illustrer ce résultat, nous présentons ci-dessous le calcul de Fairness Finance qui montre une prime de taille de 4,23 %.

⁶⁴ Pour les détails sur le calcul voir : <https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-24/fiche-n-4-la-prime-de-taille-definition-et-domaine.dhtml>

Zoom sur...

Spot au 30 novembre 2021

8,40

TRI du marché

-0,18

Taux sans risque

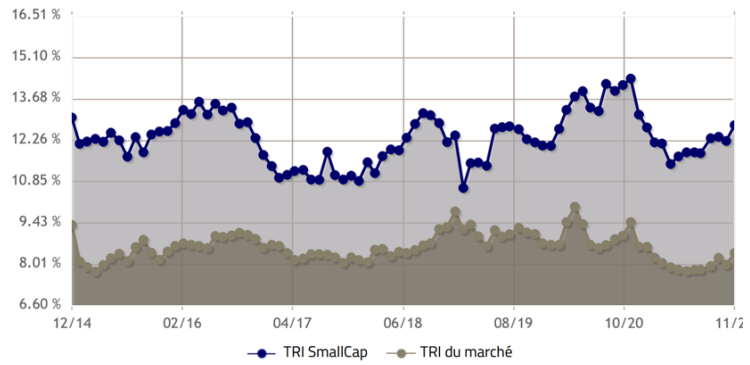
8,57

Prime de risque

5,79

Prime MEDAF

Rendements "Small" vs "Market"



Primes de taille

Échantillon Zone Euro

Capitalisation boursière moyenne de l'échantillon 7 285 M€

Télécharger Excel

Capitalisation boursière de la cible

10

M€

Spot	Moyenne 3M	Moyenne 6M			
Date du calcul	C Capitalisation de la cible *	Π_L Prime de taille de la cible *	R^2 de la régression	C_{d1} Capitalisation minimale	Π_{Ld1} Prime "Smallcap"
30/11/2021	10	4,38%	90,53%	39	4,38%
29/10/2021	10	4,23%	89,73%	40	4,23%
30/09/2021	10	4,14%	93,02%	39	4,14%
31/08/2021	10	4,37%	96,15%	38	4,37%
23/07/2021	10	3,98%	87,39%	38	3,98%

Il convient de noter que ce modèle est calibré sur la base d'une capitalisation minimum de l'ordre de 40 m€ alors que la capitalisation boursière de Visident s'élève à 13,5 m€ (post Offre).

Concernant le taux retenu par l'évaluateur, nous ne sommes pas en mesure d'expliquer les écarts ligne à ligne avec notre propre approche, ni Duff & Phelps ni Bloomberg ne fournissant la décomposition de leurs primes globales en fonction des différents risques couverts par elles.



Audit



**Conseil et support
opérationnels**



Conseil financier



**Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers**

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474
RCS Paris 513 273 763