Olivier PERONNET

21-23, avenue Pierre 1er de Serbie

75116 PARIS

Gilles de COURCEL

135, boulevard Haussmann

75008 PARIS

REFFE T
MERCE

D T N° 15402

98BS187

VALTECH SA

Société anonyme au capital de 965.405,93952 €
Immeuble Lavoisier
Quartier Gambetta
4, place des Vosges
La Défense V
92 400 COURBEVOIE

=-=-=-=-=-=-=

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS CONCERNANT LA REMUNERATION DES APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES PAR LES ACTIONNAIRES DE LA SOCIETE AXELBOSS CONSULTANTS A LA SOCIETE VALTECH SA

Olivier PERONNET

21-23, avenue Pierre 1er de Serbie

75116 PARIS

Gilles de COURCEL

135, boulevard Haussmann

75008 PARIS

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par votre société, nous vous présentons notre rapport sur l'appréciation de la rémunération des apports de titres de la société AXELBOSS CONSULTANTS devant être effectués par les actionnaires de cette société à VALTECH SA.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre appréciation sur la valeur des apports à effectuer par les actionnaires d'AXELBOSS CONSULTANTS, conformément à l'article L 225-147 du nouveau code de commerce.

Nous aborderons successivement les points suivants :

1. Description de l'opération

2. Appréciation de la rémunération proposée

3. Conclusion

1. DESCRIPTION DE L'OPERATION

1.1. Présentation des sociétés

1.1.1. Société dont les titres sont apportés

La société dont les titres sont apportés, AXELBOSS CONSULTANTS, ci-après AXELBOSS, est une société anonyme, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 414 750 679, et dont le siège social est situé 80, avenue Marceau, 75008 Paris. Son activité consiste principalement en la fourniture de prestations de conseil dans le domaine de l'organisation des entreprises et de la logistique.

Le capital social d'AXELBOSS s'élève à ce jour à 2.000.000 francs, divisé en 4.000 actions d'une valeur nominale de 500 francs chacune.

AXELBOSS ne possède aucune filiale et ne détient aucune participation dans d'autres sociétés.

1.1.2. Société bénéficiaire des apports

VALTECH SA est une société anonyme à conseil d'administration de droit français, constituée le 23 décembre 1992 et enregistrée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le n° 389 665 167. Son siège social est sis, Immeuble Lavoisier, Quartier Gambetta, 4, place des Vosges, La Défense V, 92 400 COURBEVOIE.

Son capital social s'élève à 965.405,93952 € divisé en 63.331.812 actions avec un pair de 0,01524 €. Les actions de la société VALTECH sont inscrites à la cote du Nouveau Marché à Paris depuis le 12 avril 1999.

Il n'existe aucun lien en capital entre les deux sociétés en présence préalablement à la réalisation de cette opération.

1.2. Motifs et but de l'opération

Cette acquisition par voie d'apport de titres s'inscrit dans la continuité du plan de développement du groupe VALTECH.

Cette opération est notamment motivée par la volonté :

- de poursuivre le développement français du groupe et pour faire suite à l'acquisition du groupe ALTERNANCES en novembre 2000 ;

- de rapprocher les compétences et les atouts respectifs de VALTECH et AXELBOSS dont les domaines d'activité sont similaires et ce, afin notamment de permettre à AXELBOSS de bénéficier tant du savoir-faire de Valtech dans l'utilisation des nouvelles technologies que du support logistique du groupe Valtech.

1.3. Propriété et jouissance des titres apportés

La propriété des titres faisant l'objet du présent apport sera transférée à VALTECH à la date de l'assemblée générale extraordinaire amenée à statuer sur l'opération. Les actions AXELBOSS seront apportées avec jouissance courante.

1.4. Conditions suspensives

La réalisation du présent apport est soumise à l'établissement d'un rapport des commissaires aux comptes relatif à l'émission d'actions à bons de souscription d'action (ABSA) et à l'approbation de l'évaluation de l'apport objet des présentes par l'Assemblée Générale Mixte de la société VALTECH et de l'augmentation du capital en résultant.

1.5. Conditions de rémunération de l'apport

Les conditions de rémunération de l'apport de 100% des actions AXELBOSS par des titres VALTECH ont été arrêtées comme suit :

1.5.1. Augmentation de capital de Valtech à la date de réalisation de l'apport

En rémunération de l'apport des 4.000 actions composant le capital social d'AXELBOSS, les apporteurs recevront 2.800.000 actions VALTECH d'un pair de 0,01524 €, dont 2.799.900 actions ordinaires et 100 actions à bons de souscription d'actions (ABSA). Ces actions seront remises aux différents apporteurs suivant la répartition suivante :

	Nombre de titres Axelboss Consultants apportés	Nombre d'actions ordinaires Valtech émises en rémunération	Nombre d'ABSA Valtech émises en rémunération	Nombre total d'actions Valtech émises en rémunération
Jacqueline EHRSAM	400	279.990	10	280.000
Nicolas GELLE	200	139.995	5	140.000
Mathieu LEBEURRE	160	111.996	4	112.000
Jean-Marie PAUMELLE	200	139.995	5	140.000
Gérard SAPHORE	480	335.988	12	336.000
Jean-Marc SOULIER	200	139.995	5	140.000
Jean-Paul STENAC	400	279.990	10	280.000
Carlos SUAREZ	120	83.997	3	84.000
Gérard TOURENQ	200	139.995	5	140.000
Jean-Claude TURRI	360	251.991	9	252.000
Bernard VOITURON	320	223.992	8	224.000
Julien TURRI	280	195.993	7	196.000
Eléonore TURRI	280	195.993	7	196.000
Charles TURRI	280	195.993	7	196.000
Sylvie TURRI	120	83.997	3	84.000
TOTAL	**4.000**	**2.799.900**	**100**	**2.800.000**

1.5.2. Exercices des bons de souscription d'actions attachés aux ABSA

A chaque ABSA émise seront attachés 30 bons de souscription d'actions (BSA), numérotés de 1 à 30, émis sous la forme nominative, donnant droit à leur titulaire de souscrire par bon 150 actions ou 100 actions VALTECH, selon la catégorie du bon, au prix unitaire de souscription de 0,01524 € sans prime d'émission, à libérer en totalité lors de la souscription, dans les conditions définies à la convention d'apport, ci-après résumée :

- ***Droits attachés aux bons numérotés de 1 à 10***

  Chaque BSA de catégorie 1 à 10 incluse ouvrira droit à la souscription de 150 actions VALTECH : le bon de catégorie 1 donnant droit à 150 actions **si le Résultat d'exploitation du périmètre[1] pour la période du 1er janvier 2001 au 31 décembre 2001, diminué des Frais Corporate[2]** tels que définis à la convention d'apport plafonnés à un montant de 12.000.000 francs, est supérieur ou égal à 20.000.000 francs, les bons de catégories 2 à 10 ouvrant droit à la souscription de 150 actions supplémentaires, respectivement pour chacune des neuf tranches de 1.000.000 francs au delà du seuil de 20.000.000 francs sus mentionné.

---

[1] Le Résultat d'exploitation du périmètre fait référence au résultat d'exploitation cumulé de VALTECH, de sa filiale ALTERNANCES & PERSPECTIVES PARTNERS et de ses filiales ALTERNANCES CONSULTING et ALTERNANCES NEXT TEAM et d'AXELBOSS, tel que précisé à la convention d'apport.

[2] Les Frais Corporate comprennent les frais d'organisation, de direction et de gestion, les honoraires de conseil, le marketing, la gestion du savoir-faire, recherche et développement, les frais de croissance externe, les coûts divers pour VALTECH, pour sa filiale ALTERNANCES & PERSPECTIVES PARTNERS et pour AXELBOSS.

- *Droits attachés aux bons numérotés de 11 à 30*

  Chaque BSA de catégorie 11 à 30 incluse ouvrira droit à la souscription de 100 actions VALTECH : le bon de catégorie 11 donnant droit à 100 actions **si le Résultat d'exploitation du périmètre pour la période du 1er janvier 2002 au 31 décembre 2002, diminué des Frais Corporate** tels que définis à la convention d'apport plafonnés à un montant de 17.000.000 francs, est supérieur ou égal à 30.000.000 francs, les bons de catégories 12 à 30 ouvrant droit à la souscription de 100 actions supplémentaires, respectivement pour chacune des 19 tranches de 1.000.000 francs au delà du seuil de 30.000.000 francs sus mentionné.

1.5.3. Nombre potentiel total d'actions émises en rémunération de l'apport

Il ressort des éléments présentés ci-dessus que la rémunération des apports est constituée d'une part par l'émission à la date de réalisation de l'apport de 2.800.000 actions VALTECH et d'autre part par la possibilité offerte aux apporteurs de souscrire un nombre d'actions VALTECH au pair compris entre 0 et 350.000 actions, soit un nombre total d'actions VALTECH compris entre 2.800.000 actions et 3.150.000 actions.

Par conséquent, on doit retenir que les actionnaires d'AXELBOSS CONSULTANTS recevront un nombre d'actions Valtech compris **entre 2.800.000 et 3.150.000 actions**, en fonction du niveau des résultats d'exploitation du périmètre constitué par VALTECH SA, le sous-groupe ALTERNANCES et AXELBOSS constatés à la fin de l'exercice clos le 31 décembre 2001 d'une part et à la fin de l'exercice clos le 31 décembre 2002 d'autre part.

Il convient en outre de préciser que les apporteurs ont pris l'engagement de ne pas céder plus de 15% des actions VALTECH émises en rémunération pendant un délai d'un an à compter de la date de réalisation de l'apport, plus de 20% supplémentaires entre le 13ème et le 24ème mois inclus à compter de cette même date, plus de 35% supplémentaires entre le 25ème et le 36ème inclus à compter le date de réalisation de l'apport, le solde des actions étant cessible à partir du 37ème mois.

2. APPRECIATION DE LA REMUNERATION PROPOSEE

2.1. Diligences accomplies

Nos travaux ont consisté en un examen limité complété de contrôles particuliers. Ils ont principalement consisté dans ce qui suit :

- Nous nous sommes entretenus au travers de plusieurs réunions de travail avec les dirigeants des sociétés VALTECH et AXELBOSS ;

- Nous avons revu avec les services concernés de chaque société les hypothèses retenues dans le cadre de leurs prévisions d'exploitation respectives afin d'en vérifier la cohérence ;

- Nous nous sommes également entretenus avec les auditeurs du cabinet ARTHUR ANDERSEN, en charge d'effectuer des travaux de due diligence notamment sur les comptes d'AXELBOSS AU 31 décembre 2000 d'une part et les représentants du cabinet CMC en charge des diligences juridiques et fiscales d'autre part ;

- Nous avons également rencontré les commissaires aux comptes de VALTECH et AXELBOSS et obtenu leurs rapports généraux sur les comptes arrêtés au 31 décembre 2000 qui font apparaître tous deux une certification sans réserve.

- Nous avons tenu des réunions avec les juristes du cabinet ANDERSEN LEGAL.

Nous nous sommes également appuyés sur les travaux que nous avons réalisés dans le cadre de notre appréciation sur la valeur des apports.

2.2. Appréciation sur les conditions de la rémunération

Les dirigeants de votre société ont négocié l'accord de rapprochement avec les actionnaires d'Axelboss, en fonction de l'objectif poursuivi dans le cadre de cette opération, qui réside principalement dans une mise en commun d'intérêts.

C'est sur la base de cet accord que les actionnaires actuels d'AXELBOSS ont décidé d'apporter les actions qu'ils détiennent dans cette société.

En ce qui concerne la rémunération, le nombre d'actions à émettre donnera aux actionnaires d'AXELBOSS un pourcentage de 4,23 % à 4,74 % de votre société à l'issue de l'opération.

Sur la base des derniers cours de bourse de l'action VALTECH constatés lors des négociations entre les parties, la société VALTECH était valorisée sur la base de 5,1 fois son chiffre d'affaires consolidé réalisé sur l'exercice 2000.

La valeur relative induite pour AXELBOSS qui a réalisé sur l'exercice clos le 31 décembre 2000 un chiffre d'affaires (hors conseil en recrutement et refacturation de frais) de 8,7 millions d'€ et qui prévoit de réaliser sur l'exercice 2001 un chiffre d'affaires (hors conseil en recrutement et refacturation de frais) de 11,8 millions d'€, est alors fonction de la rémunération dont bénéficieront les actionnaires d'AXELBOSS, à savoir :

- Sur la base de la rémunération minimale de 2.800.000 actions VALTECH émises, Axelboss est alors valorisée à 2,2 fois son chiffre d'affaires réalisé 2000 ;

- Sur la base de la rémunération maximale de 3.150.000 actions VALTECH (2.800.000 émises et 350.000 à émettre), AXELBOSS est valorisée 2,5 fois son chiffre d'affaires réalisé 2000.

La décote implicite ressortant de la comparaison des valorisations relatives des deux sociétés sur la base de leurs chiffres d'affaires respectifs en 2000 ressort par conséquent dans une fourchette comprise entre 51% et 56% en fonction du nombre d'actions total qui sera finalement émis.

La rémunération proposée traduit pour chacun des groupes d'actionnaires la logique de l'opération :

- Pour les actionnaires d'AXELBOSS, la décote ci-dessus constatée peut se justifier par les différences de taille et de marché entre les deux entités, ainsi que par l'accès, tel qu'il est organisé, à la liquidité qui sera permis aux actionnaires d'AXELBOSS.

- Pour les actionnaires de VALTECH, dans la mesure où les perspectives de croissance d'AXELBOSS se confirment, l'acquisition de nouvelles parts de marché devrait lui permettre de consolider sa position sur le marché français, et justifie en outre la prise en compte du critère du chiffre d'affaires.

En outre, il convient d'observer qu'AXELBOSS a dégagé un résultat d'exploitation sur l'exercice 2000 de l'ordre de 1,9 millions d'€ et un résultat net de l'ordre de 1,2 millions d'€, et sous réserve que les perspectives inscrites au budget se confirment, l'opération devrait être relutive au regard du résultat par action de VALTECH.

A la date du présent rapport, le dernier cours de clôture de l'action VALTECH s'établit à 3,87 €, en retrait par rapport aux cours constatés lors des négociations entre les parties. Cependant, nous estimons que, en raison des modalités retenues par les parties pour déterminer la rémunération de l'apport, les fluctuations du cours de l'action VALTECH demeurent sans incidence sur la valorisation relative de chacune des sociétés.

3. CONCLUSION

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Sur la base des travaux que nous avons pu effectuer, nous n'avons pas d'observation sur la rémunération envisagée.

Fait à Paris, le 13 juin 2001

Olivier PERONNET

Gilles de COURCEL

Commissaires aux comptes
Membres de la Compagnie
Régionale de Paris