

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIEE PAR LA SOCIETE



NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR TESSI



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° 17-046 en date du 31 janvier 2017 sur la présente note en réponse. 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 dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, 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 la société TESSI (www.tessi.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

TESSI
177 Cours de la Libération
38100 – GRENOBLE

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 la société TESSI seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, conformément aux dispositions des articles 231-28 et 221-3 du règlement général de l'AMF, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	6
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	7
3.1	Pacte	7
3.2	Prêt d'actionnaire de l'Initiateur à la Société.....	7
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TESSI.....	8
5.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TESSI.....	12
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	12
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	12
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	13
8.1	Structure du capital de la Société	13
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.....	13
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.....	14
8.4	Liste des détenteurs de tout titre conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle	15
8.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	15
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	15
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	15
8.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	16
8.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte aux intérêts de la Société	18
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.....	18
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE...	65
11.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	65

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Pixel Holding, société par actions simplifiée au capital de 1.174.340,90 euros, dont le siège social est situé 30 bis rue Sainte-Hélène à Lyon (69002), dont le numéro d'identification est 820 503 621 RCS Lyon (« **Pixel Holding** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux autres actionnaires de la société Tessi, société anonyme au capital de 5.595.356¹ euros, dont le siège social est situé 177, cours de la Libération et du Général de Gaulle à Grenoble (38100), dont le numéro d'identification est 071 501 571 RCS Grenoble (« **Tessi** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites dans la note d'information déposée auprès de l'AMF le 12 janvier 2017 (la « **Note d'Information** »), la totalité de leurs actions Tessi dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-dessous (l'« **Offre** »).

Les actions émises par la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004529147 (mnémorique TES).

L'Initiateur est détenu à 100% par la société Pixel Holding 2 SAS, elle-même détenue à (i) 77,07% du capital social et des droits de vote par HLDI, société par actions simplifiée de droit français (cette dernière étant contrôlée par la société Dentressangle Initiatives SAS, elle-même contrôlée par Monsieur Norbert Dentressangle), et à (ii) 22,93% du capital social et des droits de vote par HLD Europe. HLD Europe est une holding d'investissement ayant la forme d'une société en commandite par actions de droit luxembourgeois au capital social de 125.000 euros dont le siège social est situé 25, rue Philippe II, L-2340 Luxembourg, Grand-Duché du Luxembourg et dont le numéro d'identification est B 197552 RCS Luxembourg. HLD Associés Europe est dirigée par un conseil d'administration composé de Xavier Buck, Anne Canel, Compagnie de l'Audon (représentée par Jean-Bernard Lafonta), Robert Dennewald et HO Industries (représentée par Jean-Philippe Hecketsweiler).

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes de Tessi non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, ce nombre étant déterminé comme suit :

• actions Tessi existantes ²	2.797.678
<i>moins</i> actions Tessi détenues par l'Initiateur	1.513.921
Total des actions Tessi concernées par l'Offre	1.283.757

soit un nombre maximum de 1.283.757 actions Tessi représentant 45,89% du capital et 45,98% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 2.797.678 actions et de 2.802.489 droits de vote théoriques de la Société. Il n'existe pas d'autres titres ou instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de Tessi.

Le prix de l'Offre est de 132,25 euros par action avant détachement du dividende extraordinaire et de 108,07 euros après détachement du dividende extraordinaire, sous condition de l'approbation d'une distribution exceptionnelle de réserves et de primes d'un montant de 67.647.854,04 euros, soit 24,18 euros par action Tessi, par l'assemblée générale mixte des actionnaires de Tessi devant se tenir le 22 février 2017, le détachement du dividende étant prévu le 23 février 2017 et la mise en paiement le 27 février 2017.

L'Offre fait suite au franchissement à la hausse par l'Initiateur, le 12 janvier 2017, du seuil de 30% du capital de Tessi dans le cadre de la cession d'un bloc d'actions Tessi négocié hors marché par un

¹ Calculé sur la base d'un capital composé de 2.797.678 actions au 31 décembre 2016.

² Dont 138 actions auto-détenues. Source : information transmise par la Société au 10 janvier 2017.

groupe d'actionnaires au profit de Pixel Holding ; elle revêt donc un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par (i) le Crédit Industriel et Commercial (CIC) (ci-après l'« **Etablissement Garant et Présentateur** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre ainsi que par (ii) Kepler-Cheuvreux en qualité d'établissement présentateur (l'« **Etablissement Présentateur** »).

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

Tessi est active dans différents domaines et est structurée en trois pôles d'activités : (i) Tessi Documents Services, (ii) CPoR Devises et (iii) Tessi Customer Marketing.

L'Initiateur, considérant que les principaux atouts de Tessi sont les suivants :

- une position forte en France sur des activités qui requièrent des savoir-faire techniques et technologiques ;
- une capacité à se développer non seulement en France, mais aussi à l'international ces dernières années à travers la réalisation de plusieurs acquisitions ;

s'est rapproché des principaux actionnaires de la Société.

Dans ce contexte, l'Initiateur et les principaux actionnaires (à savoir Monsieur Marc Rebouah, Monsieur Julien Rebouah, Madame Yvonne Rebouah, Madame Corinne Rebouah et la société Faccino) ont conclu le 31 mai 2016 un contrat de cession portant sur 1.513.921 actions Tessi (le « **Contrat de Cession** »). Aux termes du Contrat de Cession, modifié par voie d'avenants en date du 12 juillet 2016, du 5 octobre 2016, du 16 décembre 2016 et du 6 janvier 2017, l'Initiateur a acquis le 12 janvier 2017 auprès de Monsieur Marc Rebouah, Monsieur Julien Rebouah, Madame Yvonne Rebouah, Madame Corinne Rebouah et la société Faccino, 1.513.921 actions Tessi au prix de 131,92 euros par action Tessi (la « **Cession d'Actions** »).

La Cession d'Actions ayant eu pour conséquence le franchissement à la hausse par l'Initiateur, le 12 janvier 2017, du seuil de 30% du capital de Tessi, l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur par l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier, de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de Tessi.

L'Initiateur a indiqué que l'Offre s'intégrait tant dans la stratégie de HLDI que de HLD Europe, qui consiste à développer un portefeuille de participations dans différents secteurs.

En effet, Tessi est dans une phase de changement et d'investissements notamment à l'international qui, s'ils sont bien exécutés, permettront la poursuite de sa croissance en complétant son offre de service et sa couverture géographique.

Positionnée sur des secteurs en pleine évolution, Tessi doit aussi en permanence adapter ses coûts pour faire face à certains segments d'activité en décroissance (traitement de chèques notamment). HLDI et HLD Europe sont prêts à continuer la politique d'investissement nécessaire à la poursuite du développement international de Tessi et au renforcement de son leadership en France, et pour ce faire, le cas échéant, à réserver la capacité distributive future de la société en priorité au soutien de sa politique d'acquisitions.

En outre, la Société a la nécessité d'investir dans les technologies nouvelles dans un marché en mutation, afin d'éviter le risque de banalisation.

L'Initiateur a en outre indiqué que l'Offre permettra d'offrir aux actionnaires de Tessi une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation et ce, dans un contexte de rotation du flottant faible sur le marché Euronext Paris.

Les conditions financières de l'Offre ont fait l'objet d'un examen par le cabinet Sorgem Evaluation, désigné en qualité d'expert indépendant, dont le rapport est présenté en section 9 de la présente note en réponse.

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception des accords décrits dans la Note d'Information établie par l'Initiateur et repris ci-après, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue :

3.1 Pacte

Il n'existe pas de pacte d'actionnaires au niveau de la Société. En revanche, concomitamment à l'acquisition du bloc, HLDI et HLD Europe ont conclu un pacte relatif à Pixel Holding 2, l'Initiateur et la Société concernant notamment la gouvernance de Tessi et celle de la société CPoR Devises :

- *Gouvernance de Tessi* : la gouvernance de Tessi sera modifiée ultérieurement afin d'adopter une gouvernance à directoire et conseil de surveillance. Ce conseil de surveillance, tout comme le conseil d'administration de Tessi pour la période précédant la modification, comportera une majorité de représentants choisis par HLDI, au moins un représentant de HLD Europe et deux membres indépendants.
- *Gouvernance de CPoR Devises* : aussi longtemps que (x) Dentressangle Initiatives contrôlera, indirectement, la Société et (y) la Société contrôlera CPoR Devises, certaines décisions notamment celles relatives à la composition de ses organes sociaux devront faire l'objet d'une autorisation préalable de Dentressangle Initiatives avant leur adoption, sans que HLD Europe puisse s'y opposer.

3.2 Prêt d'actionnaire de l'Initiateur à la Société

L'Initiateur a consenti à la Société un prêt intragroupe d'un montant en principal de 47.800.000 euros à la date d'acquisition du bloc (soit le 12 janvier 2017). Ce prêt intragroupe a pour objet le refinancement partiel de l'endettement financier existant du groupe Tessi rendu exigible dans le cadre du changement de contrôle résultant de l'acquisition du bloc. Il est prévu pour une durée de 7 ans et demi avec remboursement *in fine* et produit des intérêts à un taux de 4,8%, ce taux ayant été fixé sur la base du rapport d'un expert indépendant.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TESSI

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 12 janvier 2017, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration, à savoir, Monsieur Vincent Menez, Monsieur Jean-Louis Savoye, Madame Nathalie Gak, Madame Marine Drumain Dentressangle, Monsieur Jean-Hubert Vial, Monsieur Michel Angé (membre indépendant) et la société Fondelys (représentée par Monsieur Henri Dufer) (membre indépendant), étaient présents.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Vincent Menez, en sa qualité de président de la Société.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- (i) du projet de note d'information établi par l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par le Crédit Industriel et Commercial (CIC) et Kepler-Chevreaux ;
- (ii) du rapport du cabinet Sorgem Evaluation, expert indépendant ; et
- (iii) du projet de note en réponse de Tessi établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents, en ce compris ses membres indépendants :

*« Monsieur le président expose aux membres du Conseil d'administration qu'ils sont réunis afin d'examiner le projet d'offre publique qui sera déposé le 12 janvier 2017 par Pixel Holding (« **Pixel Holding** » ou l'« **Initiateur** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).*

*Ce projet d'offre est un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), portant sur la totalité des actions de la Société, à l'exception des actions détenues par l'Initiateur.*

Aux termes de cette Offre, et sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, l'Initiateur offrira de manière irrévocable aux actionnaires de la Société de lui apporter les actions qu'ils détiennent au prix de 132,25 euros par action avant détachement du dividende extraordinaire et de 108,07 euros après détachement du dividende extraordinaire, sous condition de l'approbation d'une distribution exceptionnelle de réserves et de primes d'un montant de 67.647.854,04 euros, soit 24,18 euros par action Tessi, par l'assemblée générale mixte des actionnaires de Tessi devant se tenir le 22 février 2017 prochain.

Monsieur le président rappelle que le projet de note d'information établi par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF, contient en particulier les caractéristiques de l'Offre et les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par le Crédit Industriel et Commercial (CIC) (établissement garant et présentateur de l'Offre) et Kepler-Chevreaux (établissement présentateur de l'Offre).

Monsieur le président rappelle au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application de l'article

231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et salariés.

Il rappelle en outre que les projets de note d'information et de note en réponse de la Société ont été communiqués le 11 janvier 2017 aux membres du Conseil d'administration en vue de la présente réunion.

Par ailleurs, Monsieur le président indique que l'expert indépendant, le cabinet Sorgem Evaluation représenté par Messieurs Maurice Nussembaum et Teddy Guérineau, a été mis en mesure de discuter avec tous les membres du Conseil d'administration.

Enfin, l'expert indépendant a remis le 10 janvier 2017, un premier projet de rapport d'expertise.

Monsieur le président invite Monsieur Maurice Nussembaum à remettre au Conseil d'administration son rapport définitif, dans sa version signée, et à présenter au Conseil d'administration les principaux termes et les conclusions dudit rapport.

L'expert indépendant rappelle en premier lieu que, conformément à la réglementation applicable, son rapport inclut une attestation d'indépendance, aux termes de laquelle il a attesté de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la mission qui lui a été confiée.

L'expert indépendant présente ensuite une synthèse de son intervention et rappelle les conclusions de son rapport, lesquelles sont les suivantes :

- « L'Offre s'accompagne d'opérations connexes relatives à la mise en place d'un prêt intragroupe et d'une nouvelle dette bancaire senior permettant, notamment, de distribuer un dividende extraordinaire. Cette distribution ainsi que la mise en place de nouveaux financements ne font pas peser de risque à la Société, en termes de respect des covenants et de condition de remboursement, et n'obèrent pas sa capacité de développement. Si les nouveaux financements obtenus par la Société ont été conclus sur la base d'un spread de crédit plus important que celui correspondant au risque intrinsèque de la Société, cet élément n'affecte pas l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre qui est lié à sa cohérence par rapport à l'analyse multicritère de la valeur du titre.
- Le Prix d'Offre fait apparaître une très légère prime par rapport au prix par action obtenu par la Famille Rebouah, actionnaire historique de la Société disposant d'une connaissance approfondie de ses activités et de ses perspectives, aux termes d'un processus d'enchère.
- Le Prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette des valeurs obtenues par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, sachant que l'Initiateur, sélectionné au terme du processus d'enchère mentionné précédemment, est un holding d'investissements qui n'a pas la possibilité de dégager de synergies avec la Société et que celle-ci a été évaluée sur la base d'une structure financière optimisée et de son spread de crédit sur une base stand alone. Plus spécifiquement, le Prix d'Offre fait apparaître une prime de +7,9% par rapport à la fourchette basse et une décote de -13,9% par rapport à la fourchette haute de cette approche.

- *Le Prix d'Offre fait apparaître des décotes par rapport au cours spot (-13,3%) et aux moyennes de cours calculées à la date d'annonce de la cession du Bloc et de l'Offre (-8,4% et -6,7% par rapport respectivement aux moyennes à un et trois mois). Cependant, ces décotes reflètent, sans doute, une sur-réaction des investisseurs et du cours de la Société à un flux de nouvelles positives, dans un contexte de liquidité limitée du titre.*

En conclusion, nous considérons que le Prix d'Offre de 132,25 euros est équitable pour les porteurs de titres de la Société. »

A la demande de l'expert indépendant, la direction générale de Tessi a confirmé, en fonction de sa meilleure appréciation possible (les comptes audités et approuvés par le conseil d'administration de Tessi devant être disponibles au mois d'avril 2017) que le résultat opérationnel 2016 estimé de Tessi n'excéderait pas 50 millions d'euros. Ce chiffre doit être mis en perspective au regard, d'une part, d'une croissance du chiffre d'affaires à périmètre constant de l'ordre de 12% au 30 septembre 2016 par rapport au 30 septembre 2015, d'autre part, d'une baisse de la marge opérationnelle de près d'un point à périmètre constant. En conséquence, à périmètre constant, le résultat opérationnel de 50 millions d'euros au plus traduit une progression à périmètre constant d'environ 3%.

A la suite de ces échanges et au vu des différents documents transmis, le Conseil d'administration relève et constate, à l'unanimité de ses membres, que :

- *le rapport de l'expert indépendant conclut au caractère équitable de l'Offre pour les porteurs de titres à un prix de 132,25 euros, et ce après avoir appliqué et comparé les principales méthodes de valorisation des titres ;*
- *la mise en place d'un prêt intragroupe et d'une nouvelle dette bancaire senior (permettant notamment, de distribuer le dividende extraordinaire), qui accompagne l'Offre, ne fait pas peser de risque à la Société et n'obère pas sa capacité de développement. La distribution du dividende extraordinaire maintient le ratio de levier à un niveau jugé modéré par l'expert indépendant et le nouveau financement mis en place ne compromet pas la capacité de la société à respecter les remboursements prévus et les covenants de sa dette bancaire senior.*

Au vu des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre est conforme aux intérêts :

- *de la Société, puisque cette Offre permettra au groupe Tessi de poursuivre sa politique de croissance et d'expansion internationale. Les principaux dirigeants opérationnels de Tessi et de ses filiales seront maintenus à leur poste à l'issue de l'Offre et entendent poursuivre la stratégie mise en place ces dernières années tout en lui offrant de nouvelles perspectives grâce aux nouveaux moyens mis à disposition de Tessi par l'Initiateur ;*
- *de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur de 132,25 euros par action de la Société est considéré comme équitable par l'expert indépendant et valorise correctement les actions détenues par les actionnaires. Le rapport de l'expert indépendant conclut en ces termes : « En conclusion, nous considérons que le Prix d'Offre de 132,25 euros est équitable pour les porteurs de titres de la Société » ; et*
- *de ses salariés, puisque l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du*

développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines.

Le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité de ses membres, recommande à ceux des actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs actions à l'Offre.

Conformément à l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF, il est ensuite demandé à chacun des membres du Conseil d'administration qui détient des actions dans le capital de la Société de préciser ses intentions relativement à l'Offre :

- Monsieur Michel ANGÉ, qui détient 100 actions TESSI, indique respecter l'esprit des codes de gouvernance qui recommandent que les administrateurs indépendants détiennent un nombre d'actions significatif et en conséquence son intention de ne pas apporter à l'Offre la totalité des actions Tessi qu'il détient ;
- la Société FONDELYS, représentée par Monsieur Henri DUFER, qui détient 99 actions TESSI, indique, de la même façon, vouloir respecter l'esprit des codes de gouvernance qui recommandent que les administrateurs indépendants détiennent un nombre d'actions significatif, et en conséquence son intention de ne pas apporter à l'Offre la totalité des actions Tessi qu'elle détient ;
- les autres membres du Conseil d'administration ne détiennent aucune action de la Société.

En outre, le Conseil d'administration décide que les 138 actions auto-détenues par la Société à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre afin de conserver quelques titres pour alimenter le fonctionnement du contrat de liquidité.

Enfin, le Conseil d'administration prend acte que la direction générale finalisera et déposera ce jour, auprès de l'AMF, le projet de note en réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport d'expertise et la position exprimée par le Conseil d'administration relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. »

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TESSI

Les membres du Conseil d'administration ont indiqué, conformément aux dispositions de l'article 231-19 6° du règlement général de l'AMF, leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre selon le tableau ci-après :

Membres du Conseil d'administration	Nombre d'actions Tessi détenues	Apport à l'Offre
Monsieur Vincent Menez	0	NA
Monsieur Jean-Louis Savoye	0	NA
Madame Nathalie Gak	0	NA
Madame Marine Drumain Dentressangle	0	NA
Monsieur Jean-Hubert Vial	0	NA
Monsieur Michel Angé	100	Non
FONDELYS représenté par Monsieur Henri Dufer	99	Non

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Le Conseil d'administration, lors de sa séance du 12 janvier 2017, a décidé, de ne pas apporter à l'Offre les 138 actions auto-détenues par la Société.

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

A l'exception du Contrat de Cession et des accords mentionnés en section 3 de la présente note en réponse, la Société n'a pas connaissance à ce jour d'un quelconque accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

8. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de Société s'élève à 5.595.356 euros, divisé en 2.797.678 actions, d'une valeur nominale de 2 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant des franchissements de seuils communiqués en application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 10 des statuts de la société, le capital et les droits de vote de Tessi à la suite de la réalisation de la Cession d'Actions sont répartis comme suit à la date des présentes :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% de droits de vote*
Pixel Holding	1.513.921	54,11%	1.513.921	54,02%
Public	1.283.619	45,88%	1.288.430	45,97%
<i>Dont FMR LLC³</i>	279.717	9,99%	279.717	9,98%
<i>Dont Amiral Gestion⁴</i>	232.354	8,31%	232.354	8,29%
Actions auto-détenues	138	0,01%	138**	0,01%
TOTAL	2.797.678	100%	2.802.489	100%

* Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

**Droits de vote théoriques – les droits de vote attachés aux actions auto-détenues étant suspendus

En outre, à la date de la présente note en réponse, il est précisé qu'il n'existe pas d'autres titres ou instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de Tessi.

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

L'article 10 des statuts de la Société stipule que « *tout actionnaire venant à détenir, directement ou indirectement, seul ou de concert, 2,5% au moins du capital ou des droits de vote, ou tout multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer la Société dans les quinze jours, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée à son siège social.*

³ Source : déclaration de franchissement de seuil effectuée par FMR LLC auprès de l'AMF le 9 juin 2015 (avis AMF n°215C0791).

⁴ Source : dernière déclaration des achats et des ventes effectués par Amiral Gestion et publiée le 23 janvier 2017 (avis AMF n°217C0232).

L'obligation d'information s'applique dans les mêmes conditions chaque fois qu'un seuil entier de 2,5% est franchi à la hausse ou à la baisse jusqu'à 50% inclus du nombre total des actions de la Société ou des droits de vote.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées, dans les conditions prévues par la loi, du droit de vote dans les Assemblées d'actionnaires, si le défaut de déclaration a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital ou des droits de vote en font la demande.»

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts des actions Tessi.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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 connaissance de la Société et à la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société est réparti comme indiqué au tableau figurant au paragraphe 8.1 ci-dessus.

En outre, depuis la clôture de l'exercice clos le 31 décembre 2015, les notifications de franchissements de seuils suivantes ont été reçues en application des articles L.233-7 et L. 233-12 du Code de commerce :

- la société Pixel Holding a déclaré avoir franchi en hausse, le 12 janvier 2017, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote (avis AMF n°217C0203) ;
- Monsieur Marc Rebouah, directement et indirectement par l'intermédiaire de la société Faccino qu'il contrôle, et les membres de sa famille, ont déclaré avoir franchi de concert en baisse, le 12 janvier 2017, les seuils de 2/3 des droits de vote et de 50%, 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote (avis AMF n°217C0155) ;
- la société Faccino a déclaré avoir franchi en baisse, le 12 janvier 2017, les seuils de 50% des droits de vote et de 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote (avis AMF n°217C0155) ;
- Monsieur Marc Rebouah a déclaré avoir franchi en baisse, le 12 janvier 2017, les seuils de 10% et 5% du capital et des droits de vote (avis AMF n°217C0155) ;
- la société Amiral Gestion a déclaré avoir franchi en hausse, le 15 décembre 2016, le seuil de 5% des droits de vote (avis AMF n°216C2858) ;
- Monsieur Marc Rebouah a déclaré avoir franchi en baisse, le 30 mai 2016, le seuil de 15% des droits de vote (avis AMF n°216C1280) ;
- la société Sycomore a déclaré avoir franchi en hausse, le 10 février 2016, le seuil de 2,5% du capital ;
- la société Amiral Gestion a déclaré avoir franchi en hausse, le 5 février 2016, le seuil de 5% du capital (avis AMF n°216C0448) ;
- la société Eximium a déclaré avoir franchi en baisse, le 5 février 2016, le seuil de 5% du capital (avis AMF n°2016C0441).

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

L'article 28 des statuts de la Société stipule que « *Tout titulaire d'actions entièrement libérées, qui justifie d'une inscription nominative à son nom depuis quatre ans au moins, jouit du droit de vote double* ».

Le droit de vote double attaché à l'action est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété desdites actions.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat 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 n'a connaissance, à la date de la présente note en réponse, d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote.

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

A l'exception de la stipulation ci-après relative à l'âge des administrateurs, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts :

- nul ne peut être nommé administrateur si, ayant passé l'âge de 75 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus d'un tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Si du fait qu'un administrateur vient à dépasser l'âge de 75 ans, la proportion du tiers susvisé est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

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

Outre les pouvoirs généraux que lui confèrent la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose, à la date de la présente note en réponse, des autorisations suivantes :

Date de l'Assemblée Générale	Nature des autorisations - délégations	Durée	Utilisation au cours de l'exercice	Montant nominal maximum autorisé et/ou pourcentage du capital autorisé
23 juin 2016 (6 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration en vue de l'achat, par la Société, de ses propres actions en application de l'article L. 225-209 du Code de commerce	18 mois	Néant	10 % maximum du capital social
23 juin 2016 (8 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation des titres auto-détenus	18 mois	Néant	10 % maximum du capital social
25 juin 2015 (10 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec maintien du droit préférentiel de souscription	26 mois	Néant	Titres de capital : 3.000.000 euros Titres de créance (VMC) : 50.000.000 euros
25 juin 2015 (11 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec suppression du droit préférentiel de souscription	26 mois	Néant	Titres de capital : 3.000.000 euros Titres de créance (VMC) : 50.000.000 euros
25 juin 2015 (12 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de fixer, selon les modalités déterminées par l'assemblée générale, le prix d'émission des actions et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression droit préférentiel de souscription	26 mois	Néant	Titres de capital : 3.000.000 euros Titres de créance (VMC) : 50.000.000 euros
25 juin 2015 (13 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires ou de	26 mois	Néant	10 % maximum du capital social

Date de l'Assemblée Générale	Nature des autorisations - délégations	Durée	Utilisation au cours de l'exercice	Montant nominal maximum autorisé et/ou pourcentage du capital autorisé
	valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'apports en nature consentis à la Société			
25 juin 2015 (14 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une offre visée à l'article L. 411-2 II du Code Monétaire et Financier	26 mois	Néant	Titres de capital : 20% maximum du capital social Titres de créance (VMC) : 50.000.000 euros
25 juin 2015 (15 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par voie d'incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	26 mois	Néant	3.000.000 euros
25 juin 2015 (16 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de décider d'augmenter le nombre d'actions, titres et/ou valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant à l'attribution de titres de créances à émettre en cas d'augmentation de capital	26 mois	Néant	Plafond prévu dans la résolution en vertu de laquelle l'émission initiale est décidée dans la limite des plafonds globaux (Titres de capital : 3.000.000 euros - Titres de créance (VMC) : 50.000.000 euros), et dans la limite de 15 % de l'émission initiale
25 juin 2015 (17 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration en vue d'émettre, sans droit préférentiel de souscription des Actionnaires, des actions en conséquence de l'émission par des filiales et/ou de la société mère de valeurs mobilières donnant accès à des actions et/ou d'autres valeurs mobilières à émettre par la Société	26 mois	Néant	Titres de capital : 3.000.000 euros Titres de créance (VMC) : 50.000.000 euros
25 juin 2015 (18 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés de la Société et des sociétés de son Groupe	26 mois	Néant	150.000 euros

8.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte aux intérêts de la Société

A l'exception de ce qui figure au paragraphe XVI du rapport de gestion 2015 de Tessi, il n'existe, à la connaissance de la Société et à la date de la présente note en réponse, aucun accord en vigueur conclu par Tessi susceptible d'être résilié ou modifié en cas de changement de contrôle de la Société.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de la présente note en réponse, aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou 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.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

« Le 31 mai 2016, la société Pixel Holding SAS (ci-après, « Pixel Holding » ou « l'Initiateur ») a annoncé la signature d'un contrat de cession d'actions de la société Tessi (ci-après « Tessi » ou « la Société ») auprès de M. Marc Rebouah, M. Julien Rebouah, Mme Yvonne Rebouah, Mme Corinne Rebouah et la société Faccino (ci-après, ensemble, la « Famille Rebouah »).

Cette cession porte sur un bloc de 1.513.921 actions représentant 54,11% du capital et 53,97% des droits de vote de la Société (ci-après « le Bloc »).

A la date de la réalisation définitive de la cession, prévue le 12 janvier 2017, l'Initiateur franchira donc le seuil de 30% du capital de la Société et devra lancer une offre publique d'achat, en application des dispositions de l'article L433-3 I du Code monétaire et financier.

L'Initiateur a ainsi annoncé son intention le 31 mai 2016 puis à nouveau le 12 décembre 2016, suite à l'obtention de la décision de non-opposition de la Banque Centrale Européenne (ci-après « BCE ») sur proposition de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ci-après « ACPR »), au titre du changement de contrôle indirect de l'établissement de crédit CPoR Devises (ci-après « CPoR »), filiale de la Société, de lancer une offre publique d'achat simplifiée en vue d'acquiescer le solde des titres de la Société (ci-après « l'Offre ») au prix de 132,25 euros par action avant détachement du dividende extraordinaire et de 101,07 euros par action après détachement du dividende extraordinaire de 24,18 euros (ci-après « le Prix d'Offre »), sous condition de l'approbation de cette distribution exceptionnelle lors d'une assemblée générale ordinaire, réunie extraordinairement, devant se tenir le 22 février 2017.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « l'AMF ») dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire. L'Initiateur ne demandera pas non plus à Euronext Paris la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext à Paris.

Dans la perspective de l'Offre, M. Marc Rebouah, en sa qualité de président directeur général de la Société, a désigné, le 12 décembre 2016, la société Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum et M. Teddy Guérineau, pour se prononcer sur le caractère équitable du Prix d'Offre.

Dans la mesure où l'Initiateur entend financer une partie de l'acquisition des titres de la Société au travers du versement d'un dividende extraordinaire par celle-ci, la mission d'expertise indépendante a été étendue à l'analyse de l'incidence du versement de ce dividende extraordinaire, d'une part, sur la continuité d'exploitation de la Société et, d'autre part, sur sa capacité à mettre en œuvre sa stratégie de développement.

Cette nomination devra être ratifiée par le nouveau conseil d'administration de la Société, le 12 janvier 2017.

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF qui stipule que « la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration (...) de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Plus spécifiquement, notre intervention trouve son fondement dans les alinéas 1, 2 et 4 qui visent respectivement le cas où « la société visée est déjà contrôlée (...) avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre », où « les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent (...) ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » et où

« lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ».

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées en annexe 1.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur

Pixel Holding est une holding d'acquisition constituée spécifiquement pour réaliser l'acquisition de la Société.

Il s'agit d'une société par actions simplifiée au capital de 1.174.340,90 euros, dont le siège social est situé 30 bis, rue Sainte-Hélène à Lyon (69002), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 820 503 621.

L'Initiateur est détenu à 100 % par la société Pixel Holding 2 SAS, elle-même détenue à 77,07% par HLDI, société par actions simplifiée de droit français contrôlée par le groupe Dentressangle Initiatives, et à 22,93% par HLD Europe, société en commandite par actions de droit luxembourgeois.

2. Présentation de la Société

Tessi est une société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé au 177 cours de la Libération, à Grenoble, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grenoble sous le numéro 071 501 571. L'action est cotée sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext (Code ISIN – FR0004529147 – Mnémonique : TES).

La Société est structurée en trois pôles d'activité. Tessi Documents Services est spécialisée dans le traitement de flux de documents et moyens de paiement. CPoR Devises assure la liquidité du marché de change manuel et de l'or, principalement en France. Tessi Customer Marketing est spécialisée dans les opérations promotionnelles différées.

Son chiffre d'affaires s'est élevé à 290 millions d'euros en 2015, dont 258 millions d'euros ont été réalisés en France.

A la date de réalisation définitive de la cession, le capital et les droits de vote théoriques de la Société se répartiront comme suit :

I. Tableau 1. Répartition du capital et des droits de vote théoriques

	Nb d'actions	% du capital	Nb droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Initiateur	1 513 921	54,11%	1.513.921	53,97%
Autres actionnaires	1 283 757	45,89%	1.290.954	46,03%
Total	2 797 678		2.804.875	100%

Il n'existe pas d'autres titres ou instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

3. Présentation des motifs de l'Offre

La note d'information indique que l'acquisition d'une participation majoritaire dans la Société et l'obligation de lancer une offre publique d'achat qui en découle, s'inscrivent dans la stratégie de HLDI et HLD Europe consistant à développer un portefeuille de participations dans différents secteurs.

Plus spécifiquement, l'Initiateur est intéressé par la position importante acquise par la Société sur le marché français du traitement de flux de documents et moyens de paiement et sa capacité à se développer en France et à l'international.

Ainsi, l'Initiateur entend soutenir la politique d'investissements de la Société pour renforcer son leadership en France et accentuer sa présence à l'international.

4. Présentation des termes de l'Offre

Le Prix d'Offre est libellé à **132,25 euros par action avant détachement** du dividende extraordinaire et de **108,07 euros par action après détachement** du dividende extraordinaire, sous condition de l'approbation d'une distribution exceptionnelle lors d'une assemblée générale ordinaire, réunie extraordinairement, devant se tenir le 22 février 2017.

5. Définition du caractère équitable de l'Offre

L'Offre est une **offre obligatoire**, du point de vue de l'Initiateur, lancée en application de l'article L433-3 I du Code monétaire et financier.

Son caractère obligatoire résulte du franchissement à la hausse du seuil de 30% du capital et des droits de vote, suite à l'acquisition par l'Initiateur de la participation majoritaire détenue par la Famille Rebouah dans la Société.

L'article 234-6 du Règlement Général de l'AMF oblige l'initiateur d'une offre lancée en application de l'article 234-2 à proposer un prix qui « doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre ».

L'Initiateur ayant acquis la totalité de ses actions au **prix de 131,92 euros par action** auprès de la Famille Rebouah et le contrat de cession et ses avenants ne prévoyant aucun réinvestissement au

capital de l'Initiateur, ni aucune transaction connexe susceptible de favoriser les membres de la famille Rebouah par rapport aux actionnaires minoritaires, cette condition d'équité est respectée.

L'Offre est une **offre facultative** du point de vue des **actionnaires minoritaires**, ce qui signifie qu'ils sont libres d'y répondre favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres.

L'Initiateur a en effet déclaré, dans sa note d'opération, qu'il n'avait pas l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire. Il ne demandera pas non plus à Euronext Paris la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext à Paris.

Par ailleurs, l'Offre faisant suite à l'acquisition de la participation majoritaire de la Famille Rebouah dans le cadre d'un processus de mise en concurrence d'acheteurs potentiels, remporté par un holding d'investissements qui n'a pas la possibilité de dégager de synergies avec la Société, le Prix d'Offre **n'intègre pas nécessairement une prime de contrôle par rapport à la valeur intrinsèque de la Société**. Une prime de contrôle matérialise, en principe, un partage de la valeur des synergies d'une opération, en fonction du pouvoir de négociation de chaque partie.

Dans ce contexte, le caractère équitable de l'Offre résulte du fait que le prix proposé pour les actions, tout en respectant l'article 234-6 du Règlement Général de l'AMF, se **situe dans la fourchette de valorisation issue d'une approche multicritère**.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages), et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Etablissement présentateur
Mai-14	OPA	Systran	CSLI	Banque Degroof
Juin-14	OPA-RO	Ermo	INGlass	Oddo
Nov-14	OPE	Havas	Bolloré	BNP Paribas, CACIB, Mediobanca Banca di Credito Finanziario, Barber Hauler Capital Advisers
Avril-15	OPAS-RO	Qiagen Marseille	Qiagen NV	Kepler Capital Markets
Juin-15	OPAS	EMME SA	SFPI	Banque Degroof
Juillet-15	OPA-RO	Lagardère Active Broadcast	Lagardère Active	Oddo
Juillet-16	OPAS	Futuren	Concert mené par Boussard et Gavaudan	Oddo

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI.

Les associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans le domaine de l'expertise judiciaire (CNEJFD) et de l'évaluation (SFEV) et, à ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert financier agréé par la Cour de Cassation, et Président de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) ;
- Teddy Guerineau, Associé de Sorgem Evaluation, diplômé en finance de l'Université de Paris Dauphine, chargé de cours à l'Université Paris Dauphine, et disposant d'une expérience professionnelle de plus de quinze ans dans le domaine de l'évaluation financière et du conseil financier ;
- Anne-Laure Courbet, Manager, diplômée de l'Institut d'Etudes Politiques de Toulouse et de l'Ecole Supérieure de Commerce de Toulouse, disposant d'une expérience professionnelle de plus de six ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Nicolas Mercier, consultant senior, diplômé de l'Université de Paris Dauphine, disposant d'une expérience professionnelle de trois ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.

Ce rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité réalisé par Claire Karsenti, Associée de Sorgem Evaluation. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert financier près la Cour d'Appel de Paris et auprès des Cours Administratives de Paris et de Versailles et chargée de cours à l'Université Paris Dauphine et à HEC Paris.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les dix-huit derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques, des explications orales et écrites obtenues auprès du management de la Société, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

De plus, les analyses présentées dans le présent rapport reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE

1. Présentation des activités de la Société et de leurs marchés

La Société est structurée en trois pôles d'activité qui disposent de caractéristiques et de perspectives différentes (1.1). Jusque-là largement concentrée sur l'Hexagone, la Société a entamé ces deux dernières années une politique d'acquisition soutenue pour internationaliser sa principale activité (1.2).

1.1 Une société structurée autour de trois pôles d'activité qui disposent de caractéristiques et de perspectives différentes

1.1.1 Tessi Documents Services

a) Présentation de l'activité

Tessi Documents Services, principale activité de la Société représentant 76% de son chiffre d'affaires publié en 2015, est spécialisée dans la dématérialisation et le traitement de flux de documents et de moyens de paiement via des prestations d'externalisation de processus métiers (ou « BPO » pour Business Process Outsourcing), des solutions technologiques sécurisées permettant les échanges électroniques des documents de gestion et des prestations d'édition automatisées pour industrialiser des flux de communication sortants.

Plus précisément, les activités d'externalisation de processus métiers, qui représentent la majeure partie du chiffre d'affaires de Tessi Documents Services, se décomposent entre :

- *Le BPO de flux de documents (un marché d'environ 1,2 Md€) qui se segmente entre la gestion des flux entrants (environ 50% du marché – préparation et digitalisation des documents...), la gestion des flux sortants (environ 30% du marché – impression et / ou envoi des documents papier mais également des courriels et SMS) et la gestion du cycle de vie des documents (environ 20% du marché – validation, mise à jour et contrôle des documents et autres services à valeur ajoutée).*
- *Le BPO de flux de moyens de paiement (un marché d'environ 100 M€) composé presque exclusivement du traitement des chèques bancaires.*

Le portefeuille de clients de Tessi Documents Services est diversifié mais toutefois concentré dans les métiers de la banque, l'assurance ou le secteur de la prévoyance, retraite et mutuelle. Tessi Documents Services est donc exposée au cycle économique et réglementaire de ces domaines d'activité⁵ dans la mesure où même si elle dispose souvent de contrats pluriannuels, ceux-ci ne comportent pas de clauses de garantie de volumes.

b) Perspectives de l'activité

La croissance du marché du BPO de flux de documents est influencée par trois facteurs.

Positivement, il bénéficie fortement du mouvement d'externalisation des processus métiers non stratégiques et plus modestement de la poursuite du mouvement de digitalisation des documents, qui augmente le volume de documents dématérialisés.

Négativement, il souffre de la baisse des prix unitaires due à la rétrocession aux clients des gains de productivité obtenus par l'automatisation et la dématérialisation des processus.

Cette pression sur les prix représente un enjeu important pour l'ensemble des acteurs du secteur. Ceux-ci doivent en effet augmenter leur volume d'activité, notamment en massifiant leurs volumes non plus seulement à l'échelle d'un pays mais à l'échelle européenne, pour générer les gains de productivité attendus par leurs clients mais également innover, afin de proposer de nouveaux services à valeur ajoutée.

A cet égard, la Société a anticipé ces mouvements en amorçant l'internationalisation de ses activités (cf. infra § III. 1.2) et en développant ses activités à valeur ajoutée, ce qui a favorisé sa croissance interne (cf. infra § III. 2.1).

Globalement, le marché du BPO de flux de documents devrait progresser d'environ 3% par an d'ici 2020⁶, principalement du fait de la progression du taux d'externalisation des services à plus forte valeur ajoutée. Au-delà, la croissance devrait ralentir car le taux d'externalisation aura une marge de

⁵ Par exemple, la loi Eckert a imposé de nouvelles obligations aux assureurs en matière de recherche des bénéficiaires des contrats d'assurance vie en déshérence. Cette mesure a généré un flux d'activité important pour la Société qui va se tarir quand le stock initial de contrats en déshérence aura été traité.

⁶ Source : revue stratégique réalisée par le cabinet Bain en avril 2016.

progression plus faible et la pression sur les prix touchera une proportion plus importante des services proposés.

De son côté, le marché du BPO de flux de moyens de paiement va continuer à décliner au fur et à mesure de la diminution de l'utilisation des chèques comme moyen de paiement. Ce marché étant maintenant fortement concentré, il sera difficile, pour un acteur comme Tessi, de compenser ce déclin en gagnant de nouvelles parts de marché.

Compte tenu des fortes disparités de croissance à long terme des activités de Tessi Documents Services, nous serons amenés à distinguer, parfois, dans la suite du document l'activité « Tessi Documents Services hors BPO Paiement », c'est-à-dire l'ensemble de l'activité de Tessi Documents Services à l'exclusion de son activité dans le domaine du BPO de flux de moyens de paiement, et l'activité « Tessi Documents Services – BPO Paiement » (ci-après « le BPO Paiement »).

1.1.2 CPoR

a) Présentation de l'activité

CPoR, détenu à hauteur de 80% par la Société et 20% par le Crédit Agricole, a le statut de société financière et est régulée, de ce fait, par l'ACPR. En 2015, elle a représenté 15% du chiffre d'affaires publié par la Société.

*Son premier métier consiste à **assurer l'approvisionnement et la reprise des billets étrangers** auprès des agences bancaires et des bureaux de change qui traitent directement avec les clients français souhaitant obtenir des devises étrangères et les clients étrangers souhaitant échanger leurs devises sur le territoire français.*

Par ailleurs, elle fournit des devises internationales (principalement des euros) en Afrique de l'Ouest francophone et à Cuba.

*Son second métier consiste à **assurer l'approvisionnement** des agences bancaires et des intermédiaires en **produits d'investissement physique dans l'or** (pièces, lingots et lingotins⁷).*

*Il est important de noter que CPoR exerce une **activité de service et d'intermédiation rémunérée essentiellement sous la forme de commissions sur le volume de devises et d'or traités**⁸. Elle couvre en effet ses positions sur les devises et sur l'or et ne prend pas de pari directionnel sur l'évolution des taux de change et du cours de l'or.*

La sensibilité de son activité aux fluctuations des marchés financiers est donc limitée, sauf lorsqu'une crise sur les marchés financiers provoque, simultanément, une hausse de la demande d'investissement en or physique et une hausse du prix de l'or ; les volumes sur lesquels se basent les commissions de CPoR augmentent alors.

Son activité est en revanche beaucoup plus sensible aux flux touristiques, comme l'année 2016 en a apporté la démonstration.

⁷ Le lingotin est un produit développé par CPoR consistant en un modèle réduit du lingot classique d'un kilogramme.

⁸ Une autre source de revenu de CPoR consiste dans la différence entre le prix des produits qu'elle vend et leur valeur sur la base de leur poids en or. Selon le management de CPoR, cette différence ne dépend pas de l'évolution de l'offre et de la demande d'or au niveau global mais de facteurs locaux.

b) Perspectives de l'activité

Les marchés de CPoR sont arrivés à maturité voire sont en déclin.

Le marché de l'approvisionnement en billets étrangers est tiré par la croissance continue des flux touristiques au départ ou à destination de la France mais pénalisé par la dématérialisation croissante des moyens de paiement, même si les touristes français se déclarent encore en majorité attachés à la détention de devises lorsqu'ils voyagent⁹.

Le marché de l'approvisionnement en or dépend à long terme de l'évolution des cours de l'or et de la proportion de l'épargne des français placée en or physique. Ce métier est cependant également menacé par le développement des produits d'investissement dans l'or dématérialisés (en particulier les « exchange traded funds »), même si en période de stress les investisseurs tendent à privilégier la détention physique d'or.

1.1.3 Tessi Customer Marketing

a) Présentation de l'activité

Tessi Customer Marketing aide les marques à recruter, animer et fidéliser leurs clients en mettant en œuvre des **opérations promotionnelles différées**.

La spécificité de Tessi Customer Marketing est qu'elle est capable d'offrir des offres intégrées qui englobent la définition de la **stratégie marketing**, la **construction des solutions d'activation** (c'est-à-dire la définition des opérations de promotion qui permettront de déclencher l'acte d'achat d'un client) et la **mise en œuvre opérationnelle des solutions proposées**.

Cette activité a fait face à d'importantes mutations ces dernières années. Elle a dû faire évoluer ses offres vers les supports digitaux et élargir la nature des opérations de promotion de la simple fourniture de coupons de réduction à la fourniture d'expériences pour le consommateur.

b) Perspectives de l'activité

L'activité de Tessi Customer Marketing est toujours en phase de transition et doit faire face à de nombreux challenges.

Tout d'abord, elle continue à subir une évolution importante de son activité avec l'explosion du volume de données disponibles concernant les consommateurs, la généralisation des objets connectés et la modification des attentes des consommateurs. Ensuite, certaines de ses activités subissent des pressions importantes sur leurs prix. Enfin, son activité est sensible à l'évolution des choix de ses clients en matière de stratégie commerciale entre baisse des prix et mise en œuvre de campagnes promotionnelles.

1.2 La mise en œuvre récente d'une politique d'acquisition soutenue pour internationaliser ses activités d'externalisation de processus métiers

Créée en 1971 autour de l'activité de saisie de donnée, la Société a développé ses trois activités actuelles en menant une politique d'acquisitions active. Par exemple, elle a procédé à l'achat :

⁹ Source : sondage commandé à IPSOS par CPoR en mai 2014

- en 1997, de la société SFDD dans la gestion des opérations promotionnelles différées ;
- en 2001, d'une participation complémentaire de 80% dans la société CIREC spécialisée dans le traitement des chèques ;
- en 2005, d'une prise de participation de 80% dans la société CPoR ;
- en 2011, de la société LOGIDOC, éditeur de logiciels, spécialisée dans le domaine de la gestion de documents sortants.

Plus récemment, la Société a décidé d'internationaliser ses activités de BPO en menant les opérations suivantes :

- En 2014, elle a acheté la société espagnole Graddo Grupo Corporativo S.L., l'un des principaux acteurs du BPO sur le marché espagnol, notamment dans le domaine bancaire et la société suisse Gdoc, spécialiste dans la gestion documentaire.
- En 2015, elle a acquis 87,4 % du capital de la société espagnole Diagonal Company et de ses filiales, spécialisée dans le BPO et dans le domaine du traitement des prêts hypothécaires dans la Péninsule Ibérique (Espagne et Portugal) mais aussi l'Amérique Latine (Chili, Mexique et Colombie).
- Début 2016, elle a acheté la société suisse RR Donnelley Document Solutions Switzerland et sa filiale autrichienne ainsi que la société BPO Solutions, basée en Espagne.

Ces acquisitions entraînent un changement de dimension de la Société qui doit réussir leur intégration, en portant leur rentabilité au niveau de celle de ses activités françaises, tout en mettant en œuvre des synergies commerciales et technologiques.

1.3 Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les opportunités et menaces sur son marché

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">✓ Maîtrise des savoir-faire et technologies de l'ensemble des segments du BPO de flux de documents permettant de proposer une offre globale et d'être positionné sur les segments à plus forte valeur ajoutée✓ Début de l'internationalisation des activités de BPO qui devrait permettre une massification des traitements au niveau européen et favoriser le cross-selling	<ul style="list-style-type: none">✓ Changement de dimension de la Société avec des acquisitions à l'international qui posent un challenge en termes d'intégration✓ Société actives sur 3 secteurs d'activités, présentant des complémentarités limitées✓ Déclin inéluctable de l'activité de traitement des chèques et de l'utilisation de billets pour les paiements en devise
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">✓ Croissance en volume portée par l'accroissement du recours à l'externalisation dans les processus métiers non stratégiques et par les nouvelles technologies liées aux flux documentaires✓ Développement du tourisme international favorable pour CPoR	<ul style="list-style-type: none">✓ Pression sur les prix, concurrence agressive (valables pour Tessi Documents Services et Tessi Customer Marketing notamment, malgré le développement des offres à plus forte valeur ajoutée)✓ Nouveaux usages technologiques (cartes bancaires défavorable à l'activité de BPO)

2. Analyse des caractéristiques financières de la Société

2.1 Un chiffre d'affaires en hausse depuis 2012 grâce au développement interne et par croissance externe de Tessi Documents Services

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du chiffre d'affaires de la Société et de ses différentes activités entre l'exercice 2012 et le 30 septembre 2016.

En M€	2012	2013	2014	2015	TCAM 12-15	2016 (9 mois)
Tessi Documents Services	160,9	160,6	178,4	219,7	10,9%	250,6
CPoR Devises	53,5	51,8	44,7	44,3	-6,1%	30,9
Tessi Customer Marketing	32,2	26,9	24,1	26,0	-6,9%	18,6
Chiffre d'affaires Tessi	246,6	239,3	247,2	290,0	5,6%	300,2
Croissance en %	na	-3,0%	3,3%	17,3%		+38,8%
Croissance LFL* en %		-0,6%	-1,5%	9,8%		+11,5%

Source : Rapports annuels et semestriel de la Société.

* LFL : acronyme anglais de « like for like », à périmètre constant

Si la Société a connu une **bonne dynamique entre 2012 et 2015**, avec un taux de croissance annuel moyen (« TCAM ») de +5,6% qui lui a permis de faire progresser son chiffre d'affaires de 246,6 M€ à 290,0 M€, **la situation a été contrastée suivant les activités**.

L'activité Tessi Documents Services a progressé en moyenne de +10,9% entre 2012 et 2015 du fait d'une dynamique interne de plus en plus forte sur la période (quasiment nulle en 2013, la croissance interne s'est située à +4,0% en 2014 et +13,6% en 2015) et de la contribution des opérations de croissance externe (+11 M€ en 2014 et +17 M€ en 2015).

L'activité CPoR a chuté en moyenne de -6,1% entre 2012 et 2015. Cette baisse s'est essentiellement matérialisée au cours de l'année 2014 où les activités liées à l'or ont souffert d'une forte baisse des volumes de transaction et du spread perçu (c'est-à-dire la différence entre le prix des produits vendus et leur valeur sur la base de leur poids en or).

L'activité Tessi Customer Marketing a également chuté entre 2012 et 2015, au rythme moyen annuel de -6,9%. Même si son chiffre d'affaires a globalement souffert d'effets de périmètre sur la période (cession d'une activité dans le domaine de la logistique B to B en 2012 en partie compensée par l'acquisition de la société PMC en 2015), cette évolution reflète l'impact négatif du bouleversement que connaît son secteur.

Les évolutions observées à la fin du troisième trimestre sont relativement similaires à celles notées précédemment. L'activité de Tessi Documents Services reste en forte croissance (+56,8%) grâce à la dynamique interne (+18,2% de croissance organique) et à l'apport des acquisitions (+62 M€). L'activité de CPoR est en retrait de -11% en particulier à cause de la perturbation des flux touristiques. L'activité de Tessi Customer Marketing est en légère hausse mais à un rythme inférieur à celui anticipé en début d'exercice.

2.2 Des marges opérationnelles confortables, malgré une baisse depuis 2013

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du résultat opérationnel et de la marge opérationnelle de la Société et de ses différentes activités entre l'exercice 2012 et le premier semestre 2016.

En M€	2012	2013	2014	2015	S1 2016
Chiffre d'affaires Tessi	246,6	239,3	247,2	290,0	203,1
Croissance en %	nd	-3,0%	3,3%	17,3%	nd
Résultat opérationnel Tessi	38,0	38,1	33,5	41,9	26,6
dont Tessi Documents Services	19,0	19,1	22,6	28,7	21,9
dont CPoR	19,1	17,8	12,7	13,1	3,9
Dont Tessi Customer Marketing	(0,1)	1,2	(1,8)	0,1	0,7
Marge opérationnelle Tessi	15,4%	15,9%	13,6%	14,4%	13,1%
dont Tessi Documents Services	11,8%	11,9%	12,7%	13,1%	12,8%
dont CPoR	35,7%	34,4%	28,4%	29,6%	19,9%
dont Tessi Customer Marketing	-0,3%	4,5%	-7,5%	0,4%	5,4%

Source : Rapports annuels et semestriel de la Société et management de la Société.

La Société affiche globalement une marge opérationnelle confortable, même si celle-ci a légèrement baissé, entre ses exercices 2012 et 2015, de 15,4% à 14,4%. La situation est, cependant, là aussi contrastée entre les différentes activités.

La marge opérationnelle de l'activité Tessi Documents Services a légèrement progressé entre 2012 et 2015, de 11,8% à 13,1%, du fait de la progression de la rentabilité du périmètre historique malgré le caractère légèrement dilutif des acquisitions.

Bien que demeurant à un niveau très élevé, la marge opérationnelle de l'activité CPoR a chuté de 35,7% en 2012 à 29,6% en 2015, ce qui est la conséquence directe de la chute de son chiffre d'affaires et d'un levier opérationnel élevé¹⁰.

La marge opérationnelle de Tessi Customer Marketing a connu de fortes variations en étant à l'équilibre en 2012 (-0,3%), puis nettement positive en 2013 (+4,5%), avant de devenir très négative en 2014 (-7,5%) et finalement à nouveau à l'équilibre en 2015 (+0,4%). Cette situation s'explique par d'importantes variations de son chiffre d'affaires alors que son activité est proche de son point mort et son levier opérationnel élevé.

Les résultats du premier semestre 2016 ont fait apparaître une progression du résultat opérationnel en valeur mais une baisse de la marge opérationnelle (13,1% au 30 juin 2016 contre 14,4% au 31 décembre 2015). Cette situation résulte de trois facteurs :

- les acquisitions récentes contribuent au résultat opérationnel mais diluent la marge de l'activité Tessi Documents Services, au sens où leur taux de marge opérationnelle demeure inférieur à celui des activités historiques ;

¹⁰ Le levier opérationnel correspond à la sensibilité du résultat opérationnel d'une entreprise à une fluctuation de son chiffre d'affaires. Dans le cas d'espèce, on peut observer qu'une baisse du chiffre d'affaires de CPoR de 9,3 M€, entre 2012 et 2015, a eu pour conséquence une baisse du résultat opérationnel de 6,0 M€ (soit environ deux tiers de la baisse du chiffre d'affaires), ce qui s'explique par un faible poids des charges variables.

- la marge opérationnelle de CPoR s'est fortement contractée de 29,6% à 19,9% du fait de la chute de son activité ;
- la marge opérationnelle de Tessi Customer Marketing est redevenue positive à la faveur de la progression de l'activité.

2.3 Un modèle économique peu consommateur de capitaux qui a permis de financer la croissance externe en utilisant également le levier de l'endettement

Le tableau ci-dessous présente le bilan économique de la Société pour les exercices de 2014, 2015 et au 30 juin 2016.

En k€	2014*	2015	S1 2016
<i>Ecart d'acquisitions</i>	68 625	131 447	147 617
<i>Actif immobilisé hors Ecart d'acquisitions (1)</i>	40 340	46 699	50 884
<i>Besoin en fonds de roulement (2)</i>	(13 445)	(4 649)	2 152
Capitaux Employés (1) + (2)	26 895	42 050	53 036
<i>En % du CA</i>	10,9%	14,5%	13,1%
<i>Rentabilité nette d'IS des capitaux employés</i>	85,1%	68,1%	68,3%**
<i>Autres actifs et passifs</i>	18 834	13 583	14 779
Actif économique	114 354	187 080	215 432
<i>Capitaux propres</i>	165 527	189 739	200 533
<i>Trésorerie nette / (Dettes financières nettes) hors CPoR</i>	23 459	(28 681)	(42 824)
<i>Dettes sur immobilisations</i>	(4 298)	(12 134)	(12 899)
<i>Provisions pour retraites</i>	(13 210)	(12 274)	(18 245)
<i>Trésorerie nette / (Dettes financières nettes) CPoR</i>	45 222	55 748	59 069
Capital financier	114 354	187 080	215 432

Source : Rapports annuels et semestriel de la Société.

* Tels que publiés dans les comptes 2015

** Pour déterminer la rentabilité des capitaux employés au 30 juin 2016, nous avons extrapolé le résultat opérationnel semestriel sur 12 mois.

Le bilan économique de la Société fait apparaître les éléments suivants :

- Les activités de la Société sont peu capitalistiques¹¹ bien qu'elle ait fait le choix de détenir les murs de certains de ses locaux (immeubles à Bordeaux, Nanterre et Lyon notamment).
- Cette caractéristique conjuguée à un niveau de marge opérationnelle confortable lui permet d'afficher une rentabilité des capitaux employés élevée, bien qu'en baisse de 85,1% en 2014 à 68,3% au premier semestre 2016, et de générer une importante trésorerie pour financer sa croissance tant interne qu'externe et rémunérer ses actionnaires.

¹¹ Le besoin en fonds de roulement, inclus dans les capitaux employés, est calculé après avoir déduit les avances reçues des clients par l'activité Tessi Customer Marketing et par la société Diagonal. Corollairement, ces avances reçues des clients ne sont pas considérées comme une trésorerie disponible appréhendable par les actionnaires.

- La forte augmentation des écarts d'acquisitions de 68,6 M€ au 31 décembre 2014 à 147,6 M€ au 30 juin 2016 (soit +79,0 M€) est le corollaire des nombreuses acquisitions menées par la Société depuis deux ans (cf. 1.2).
- La Société est passée d'une situation de trésorerie nette positive, hors CPoR, (23,4 M€ au 31 décembre 2014) à une situation d'endettement net, hors CPoR, (42,8 M€ au 30 juin 2016) pour financer son ambitieuse politique d'acquisition.
- Les dettes sur immobilisations, en forte hausse, correspondent à des compléments de prix dans le cadre des acquisitions récentes ainsi qu'à un engagement d'achat des actions détenues par les actionnaires minoritaires de Diagonal (7,4 M€ au 30 juin 2016).
- La trésorerie nette de CPoR s'élève à 59,1 M€ au 30 juin 2016. Cette trésorerie n'est pas entièrement appréhendable par les actionnaires de la Société pour deux raisons. Tout d'abord, un montant de 19,9 M€ correspond à des stocks de devises et d'or, nécessaire à la poursuite de ses activités opérationnelles. Ensuite, l'autre part est la contrepartie des fonds propres nécessaires pour respecter les contraintes prudentielles et faire face à l'évolution des lignes de crédit octroyées par ses partenaires.

3. Implication sur les travaux d'évaluation

Les développements précédents ont montré que les activités de la Société disposent de caractéristiques très différentes concernant les paramètres qui déterminent leurs flux de trésorerie futurs¹², leur niveau de risque non diversifiable¹³ et donc leur valeur de marché : croissance anticipée de l'activité, marge opérationnelle et donc rentabilité des capitaux employés, variabilité de leur niveau d'activité conjuguée à des leviers opérationnels différents.

Par conséquent, nous considérons que l'évaluation de la Société sera plus fiable si elle est réalisée sur la base de l'évaluation distincte de chacune de ses activités à partir de leurs caractéristiques propres (notamment le taux d'actualisation et le taux de croissance à long terme) que si elle résulte d'une évaluation globale à partir de prévisions et de paramètres financiers agrégés.

Nos travaux d'évaluation reposent donc sur une **approche dite par la somme des parties**. Dans le cadre des différentes méthodes que nous avons mis en œuvre (actualisation des flux de trésorerie futurs, comparables boursiers et transactions comparables), nous avons évalué chacune des activités indépendamment, pour ensuite sommer leur valeur.

Ces différences en termes de profil impliquent également que, dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, la nature du flux à retenir est différente. Ainsi, nous avons retenu :

- le flux de trésorerie revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux (ou « free cash-flow to firm ») pour Tessi Documents Services et Tessi Customer Marketing car le niveau de leur activité dépend du montant des **capitaux employés** (immobilisations et besoin en fonds de roulement) ;

¹² Les flux de trésorerie futurs d'une activité sont déterminés par son taux de croissance, son intensité capitalistique, son taux de marge opérationnelle et son taux d'imposition.

¹³ D'un point de vue économique, par différence avec l'approche statistique résultant du calcul du coefficient bêta, le risque non diversifiable d'une activité est lié à la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique, le levier opérationnel et la structure financière (cf. infra).

- le flux de trésorerie distribuable aux actionnaires (ou « free cash-flow to equity ») pour CPoR dans la mesure où son niveau d'activité engendre un **besoin en fonds propres** afin de respecter les contraintes prudentielles et faire face à l'évolution des lignes de crédit octroyées par ses partenaires.

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons déterminé la valeur des titres de la Société au 31 décembre 2016.

Nous avons retenu à **titre principal** la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (4.) et la référence aux transactions réalisées sur le capital (3.) et au cours de bourse (5.). Nous avons également retenu à **titre indicatif** la méthode des multiples de comparables boursiers (6.) et de transactions comparables (7.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action (2.).

1. Méthodes et références écartées

1.1 Méthode de l'actualisation des dividendes

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

Cette méthode **n'est pas applicable globalement à la Société** car elle n'a pas été mise en œuvre dans le passé et n'envisage pas nécessairement de mettre en œuvre dans le futur une politique de dividendes représentative de sa capacité de distribution, notamment pour saisir les opportunités de croissance externe qui pourraient apparaître.

En revanche, elle a été **mise en œuvre spécifiquement pour évaluer l'activité CPoR**, dans la mesure où elle est pertinente pour les activités financières. Plus précisément, lorsque nous avons mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, nous avons retenu les flux de trésorerie d'exploitation revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux pour les activités Tessi Documents Services et Tessi Customer Marketing et les flux correspondant au dividende distribuable pour CPoR.

1.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Dans le cas d'espèce, la réévaluation des principaux éléments d'actifs serait redondante avec la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

Dès lors, cette méthode n'a pas été retenue.

1.3 Référence à l'actif net comptable

Cette approche consiste à estimer la valeur des titres d'une société à partir de la référence à son actif comptable. Néanmoins, les principaux actifs de la Société ne sont pas nécessairement inscrits à son bilan à leur valeur de marché.

A titre d'information, l'actif net comptable de la Société s'élève à 62 euros par titre au 31 décembre 2015 et à 66 euros par titre au 30 juin 2016. Ces références s'entendent avant distribution du dividende extraordinaire de 24,2 euros qui sera soumis à l'approbation d'une assemblée générale de la Société devant se tenir le 22 février 2017

1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

La Société étant suivie par un seul analyste financier, Kepler Cheuvreux¹⁴, dans le cadre d'un contrat de distribution de recherche à la demande de la Société, cette référence paraît ainsi peu significative.

Depuis l'annonce de l'Offre, l'analyste de Kepler Cheuvreux ne communique plus d'objectif de cours de bourse ni de recommandation.

Pour information, cet analyste a publié le 5 février 2016 une note sur la Société affichant un objectif de cours de bourse à 150 euros et une recommandation à l'achat. Dans une note datée du 5 janvier 2016, l'objectif de cet analyste était de 140 euros avec une recommandation également à l'achat.

2. Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action

2.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres

Sur la base des comptes au 30 juin 2016, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de 77,4 M€.

¹⁴ Source : Bloomberg, Thomson.

(-) Dette financière nette	(27 502)
(-) Dette financière nette hors CPoR	(42 824)
(+) Trésorerie distribuable de CPoR	15 322
(-) Autres ajustements à caractère de dette	(17 989)
(-) Provisions pour retraite	(18 245)
(+) Impôts différés actifs	11 358
(-) Dividendes 2016 à décaisser	(5 595)
(-) Dettes liées aux earn out	(5 507)
(-) Intérêts minoritaires hors CPoR	(11 700)
(-) Intérêts minoritaires CPoR	(20 212)
Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Titres	(77 403)

La dette financière nette de la Société, d'un montant de 27,5 M€, est constituée :

- des dettes financières hors CPoR (119,0 M€), augmentées des avances reçues des clients de Tessi Customer Marketing et de Diagonal (respectivement 17,3 M€ et 25,7 M€) et minorées de la trésorerie hors CPoR (119,3 M€) ;
- de la trésorerie distribuable de CPoR (15,3 M€).

Nous avons estimé la trésorerie distribuable de CPoR comme la différence entre (i) le montant estimé de ses fonds propres au 30 juin 2016 (56,3 M€) et (ii) le montant des fonds propres considéré comme nécessaire pour respecter les contraintes prudentielles et faire face à l'évolution des lignes de financement octroyées par ses partenaires (41 M€).

Les autres ajustements à caractère de dettes, d'un montant global de 18,0 M€, appellent plusieurs commentaires :

- Seules les provisions pour engagement de retraite ont été considérées comme ayant un caractère de dette. Les autres provisions, relatives dans leur majorité à des provisions pour litiges, ont été prises en compte dans le besoin en fonds de roulement.
- Les impôts différés actifs concernent en particulier les provisions pour indemnités de fin de carrières et les reports déficitaires.
- Le dividende au titre de l'exercice 2015 a été versé au début du mois de juillet 2016. Il représente un montant de 5,6 M€ au 30 juin 2016.
- Les dettes liées à des earn-out, c'est-à-dire des compléments de prix pouvant être versés dans le cas où les sociétés acquises atteignent des objectifs définis contractuellement, se répartissent entre Graddo Grupo (3,0 M€), Gdoc Lasercom (1,3 M€), BPO Solucionnes (0,6 M€) et IMDEA (0,6 M€).

Les ajustements liés aux intérêts minoritaires se répartissent entre (i) la participation de 20% détenue par le Crédit Agricole dans le capital de CPoR, qui a été évaluée sur la base de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (cf. § IV.3. infra) et (ii) les intérêts minoritaires hors CPoR, inscrits au bilan pour une valeur nette comptable de 11,7 M€, qui portent essentiellement sur Diagonal.

2.2 Nombre de titres pris en compte

Le capital de la Société se compose de **2.797.698 actions** et il n'existe pas de titre de capital, instrument financier ou droit susceptible de diluer ce nombre d'actions.

3. Référence aux transactions sur le capital de la Société

Cette approche consiste à analyser les transactions significatives intervenues récemment sur le capital d'une société.

Dans le cas d'espèce, nous avons retenu la transaction entre l'Initiateur et la Famille Rebouah, portant sur 1.512.921 actions représentant 54,11% du capital. Le prix par action de cette transaction, **initialement fixé à 132,25 euros** dans le contrat de cession d'actions signé le 31 mai 2016, a été **révisé à la baisse à 131,92 euros**, suite à la signature d'un avenant en date du 6 janvier 2017.

Cette réduction du prix par action a été convenue entre les parties au regard des coûts supportés par l'Initiateur du fait du retard pris dans l'obtention de la décision de non-opposition de la BCE.

Cette transaction est significative pour les raisons suivantes. Tout d'abord, elle est intervenue au terme d'un processus compétitif où différents acheteurs potentiels ont pu formuler des offres. Ensuite, la Famille Rebouah disposait d'une connaissance approfondie des activités de la Société et de leurs perspectives dans la mesure où elle était l'actionnaire majoritaire depuis 1979 et où plusieurs de ses membres disposaient de postes de direction ou au conseil d'administration. Enfin, aux termes du contrat de cession, la Famille Rebouah ne possèdera plus aucune action de la Société, directement ou indirectement, dans la mesure où elle ne réinvestira pas aux côtés de l'Initiateur.

Le Prix d'Offre fait apparaître une légère prime de 0,3% par rapport à la référence à la transaction sur le Bloc.

4. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

4.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société en actualisant soit :

- les flux de trésorerie revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux. Dans ce cas, la valeur actualisée des flux doit être corrigée de la dette financière nette (soit 42.824 k€ dans le tableau du § 2.1 supra) afin d'obtenir la valeur des titres.
- les flux de dividendes distribuables. Dans ce cas, la valeur actualisée des flux doit être corrigée du montant des fonds propres en excès, par rapport au montant nécessaire pour réaliser l'activité, (soit 15.322 k€ dans le tableau du § 2.1 supra) afin d'obtenir la valeur des titres.

Nous avons évalué les activités Tessi Documents Services et Tessi Consumer Marketing sur la base des flux de trésorerie revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux.

En revanche, comme indiqué précédemment, nous avons évalué CPoR en actualisant les flux de dividendes distribuables. En effet, compte tenu de son activité financière qui requiert de mobiliser un montant minimum de fonds propres pour respecter les contraintes prudentielles et pour sécuriser les lignes de financement nécessaires à son activité, le flux de référence correspond au flux de dividende

distribuable, qui correspond à la différence entre le résultat net et la variation du besoin en fonds propres.

4.2 Présentation des prévisions retenues

Dans le cadre de ses procédures habituelles, la Société établit un budget annuel mais ne construit pas de plan d'affaires couvrant plusieurs exercices. La finalisation de la cession du Bloc ayant pris plus de temps que prévu mais étant attendue pour le début de l'année 2017, la Société n'a pas encore réalisé de budget pour l'année 2017.

Dans ce contexte, les prévisions qui nous ont été transmises correspondent à celles établies par l'Initiateur dans le cadre du processus de cession, suite notamment à la réalisation d'entretiens avec le management de la Société et de rapports de due diligences financières et de revue des activités de la Société par un cabinet de conseil en stratégie.

Nous avons considéré que ces prévisions étaient raisonnables, en ce qu'elles constituaient un **scénario moyen des évolutions possibles des différentes activités de la Société**, sous réserve des ajustements suivants :

- nous avons retenu les prévisions d'atterrissage de la Société concernant l'exercice 2016 ;
- nous avons considéré que l'année 2017 constituait une année de transition entre les prévisions d'atterrissage de la Société pour l'année 2016 et les prévisions établies par l'Initiateur pour l'année 2018¹⁵ ;
- nous avons retenu les prévisions de l'Initiateur sur la période 2018 – 2020 ;
- nous avons retenu une année d'extrapolation avant de déterminer le flux normatif.

Ces prévisions ne tiennent pas compte d'opérations de croissance externe dans la mesure où non seulement la Société n'est pas engagée dans la réalisation de nouvelles acquisitions mais il est aléatoire de tenir compte de l'impact de telles opérations sans connaître la taille, la rentabilité et le prix des sociétés visées.

4.2.1 Présentation des prévisions retenues sur la période 2016 - 2020

Globalement, les prévisions retenues tiennent compte un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +3,1% entre 2016 (atterrissage) et 2020 et un taux de marge d'EBIT compris entre 12,5% et 13,0%.

Ces prévisions se déclinent de la manière suivante en fonction des activités :

- Concernant l'activité *Tessi Documents Services*, le taux de croissance moyen annuel du chiffre d'affaires est de +2,8% et le taux de marge moyen d'EBIT est de 11,6% ;
- Concernant *CPoR*, le taux de croissance moyen annuel du chiffre d'affaires est de +2,9%, en considérant que les effets négatifs liés à la baisse du tourisme en 2015-2016 va s'estomper, et le taux de marge moyen d'EBIT est de 25,9% ;

¹⁵ Plus spécifiquement, nous avons fait converger linéairement, et par secteur d'activités, le chiffre d'affaires et le résultat d'exploitation attendus en 2016, au niveau des projections attendues par l'Initiateur en 2018.

- Concernant *Tessi Customer Marketing*, le taux de croissance moyen annuel du chiffre d'affaires est de +7,1% et le taux de marge moyen d'EBIT est de 5,9% ;

4.2.2 Prise en compte d'une année d'extrapolation

Nous avons pris en compte une année d'extrapolation, correspondant à l'année 2021, afin de faire converger (i) le taux de croissance du chiffre d'affaires vers le taux de croissance à l'infini et (ii) le montant des investissements vers un niveau permettant de maintenir l'intensité capitalistique au niveau constaté en 2020.

La marge d'EBIT a été maintenue au niveau de celle observée en 2020, soit 13,0%.

4.2.3 Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini différencié par activité :

- Concernant *Tessi Documents Services hors BPO Paiement*, nous avons retenu un taux de croissance à l'infini compris entre 0%¹⁶ et 1%. Cette prévision de croissance reflète à la fois une moindre augmentation du taux de pénétration de l'externalisation, après une période de forte progression, et les pressions déflationnistes lors des renégociations de contrats.
- Concernant *CPoR*, nous avons retenu une décroissance de l'activité de -2% qui reflète l'accélération de la substitution des billets de banque par d'autres moyens de paiement malgré la poursuite de la hausse des flux touristiques.
- Concernant *Tessi Customer Marketing*, nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1% compte tenu du repositionnement de cette activité sur des secteurs plus porteurs.

Concernant l'activité de *BPO Paiement*, nous avons une valeur terminale nulle qui reflète le fait que la baisse structurelle de l'activité entraîne une forte érosion des marges et des coûts d'adaptation des structures.

4.3 Détermination des taux d'actualisation

4.3.1 Principe

Le taux d'actualisation appliqué aux flux des activités *Tessi Documents Services* et *Tessi Consumer Marketing* correspond au coût moyen pondéré du capital (ci-après « CMPC ») qui se calcule de la façon suivante :

$$CMPC = K_{FP} \times \frac{FP}{FP + D} + K_D \times (1 - t) \times \frac{D}{FP + D}$$

Avec :

K_{FP} Taux de rendement attendu sur fonds propres

¹⁶ On peut noter qu'un taux de croissance des flux de trésorerie nul est compatible avec une croissance du chiffre d'affaires quand le taux de rendement marginal des capitaux investis pour obtenir cette croissance est égal au coût du capital. Une telle hypothèse est raisonnable dans un contexte de croissance limitée de l'activité et de pression sur les prix.

FP Valeur de marché des Fonds Propres
D Valeur des Dettes Financières Nettes
K_D Taux sur les dettes financières
t Taux d'impôt sur les sociétés

Le coût des fonds propres K_{FP} , pris en compte dans le calcul du CMPC pour Tessi Documents Services et Tessi Consumer Marketing mais également retenu comme taux d'actualisation des flux de CPoR, est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

R_f Taux sans risque

Prime de risque pays Cette prime vient rémunérer le risque supplémentaire supporté par l'ensemble des entreprises d'un pays (risque politique, risque monétaire, etc.)

β Béta des actions de la société

Prime de risque moyenne du marché Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché action dans son ensemble et le taux sans risque

Prime de risque éventuelle Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays

4.3.2 Taux sans risque

Le taux sans risque est généralement estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut, c'est-à-dire les obligations d'Etat à 10 ans.

Nous avons considéré un taux sans risque différencié par segment selon leur(s) zone(s) géographique d'activité principale(s).

Segments de Tessi SA	Zone(s) géographique d'activité principale(s)
----------------------	---

Tessi Documents Services hors BPO Paiement	France et Espagne
BPO Paiement	France
CPoR	France
Tessi Customer Marketing	France

Pour déterminer le taux d'actualisation de Tessi Documents Services hors BPO Paiement, nous avons pondéré les taux sans risque français et espagnol selon le résultat d'exploitation réalisé dans chacun des pays en 2016¹⁷.

Le tableau ci-dessous présente les taux sans risque retenus pour chaque pays :

Pays	Taux sans risque	Moyenne considérée
France	0,75%	1 mois
Espagne	1,43%	1 mois

Source : Bloomberg au 31 décembre 2016.

4.3.3 Bêta

D'un point de vue quantitatif, le coefficient bêta d'une activité correspond à la régression statistique des rendements de titres comparables par rapport aux rendements du marché.

La mise en œuvre de cette approche suppose (i) d'être en mesure de constituer un échantillon de sociétés comparables et (ii) que les rendements des titres comparables ne soient pas pollués excessivement par du bruit statistique (autrement dit que le coefficient dit R^2 des régressions soit suffisant).

D'un point de vue économique, les facteurs communément considérés comme influençant le risque systématique sont la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique, le degré de levier opérationnel (c'est-à-dire la manière dont une variation d'activité se traduit dans le niveau de marge), et le levier financier¹⁸.

Dans le cas d'espèce, les spécificités des activités de la Société font que nous n'avons pas été en mesure d'identifier un échantillon véritablement pertinent (cf. § IV. 6 infra) sachant que pour certaines sociétés identifiées le coefficient bêta mesuré n'est pas significatif statistiquement (coefficient R^2 trop faible).

Par conséquent, nous avons procédé de la manière suivante :

- Concernant l'activité Tessi Documents Services, nous avons retenu un bêta d'actif de 0,9 correspondant à celui déterminé sur le site du Professeur Damodaran concernant les sociétés du secteur des services (« consumer & business services »).

¹⁷ Nous utiliserons cette même approche pour déterminer le taux d'impôt normatif pour le calcul du coût de la dette de Tessi Documents Services hors BPO paiement.

¹⁸ Rubinstein, Mark E., A mean-variance synthesis of corporate financial theory, The Journal of Finance, Vol. 28, No. 1. (Mar., 1973), pp. 167-181

- Concernant l'activité CPoR, nous avons retenu le bêta du CAC Financiers par rapport au CAC All Tradable mesuré sur une période de 2 ans soit 1,1.
- Concernant l'activité Tessi Customer Marketing, nous avons retenu un bêta d'actif de 1,2 tenant compte à la fois la forte sensibilité de son activité à la conjoncture économique et le poids de ses charges fixes dans un contexte où cette activité est proche de son poids mort.

4.3.4 Prime de risque marché

Différentes approches permettent d'estimer la prime de risque de marché. Il peut s'agir de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée ont été écartées en raison des inconvénients suivants :

- Elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- Elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et du rendement des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment sur la base des travaux de Dimson, Marsh et Staunton¹⁹.

4.3.5 Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par la formule du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers²⁰.

¹⁹ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014.

²⁰ Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps 2015 aboutit à une estimation de la prime de taille de 3,58%²¹.

4.3.6 Coût de la dette

Le coût de la dette correspond au taux sans risque déterminé pour chacun des segments majoré d'un spread de crédit de 1,5%. Ce spread correspond à celui obtenu par la Société dans le crédit syndiqué négocié fin 2015, c'est-à-dire sur une base « stand alone », pour un niveau d'endettement cohérent avec la structure financière postérieurement à la distribution du dividende extraordinaire.

4.3.7 Ratio d'endettement cible

Nous avons retenu une structure financière composée de 80% de fonds propres et de 20% de dettes financières, cohérent avec sa structure financière postérieurement à la distribution du dividende extraordinaire, à l'exception de CPoR pour laquelle le taux d'actualisation correspond au coût des fonds propres (endettement nul).

4.3.8 Taux d'actualisation retenus

Le tableau ci-après présente le taux d'actualisation retenu pour chaque segment :

BPO Paiement	Tessi Documents Services – Hors BPO Paiement	CPoR*	Tessi Customer Marketing
8,3%	8,6%	9,8%	9,8%

*Pour CPoR, le taux d'actualisation correspond au coût des fonds propres.

4.4 Valeur par action à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

Sur la base des hypothèses définies précédemment, cette approche aboutit à une valeur centrale de l'action de la Société de 136,7 euros.

Une analyse de sensibilité de cette valeur a été menée :

- au taux d'actualisation (+/- 0,5%) ;
- au taux de croissance à l'infini (+/- 0,5%) ;
- à la marge d'EBITDA par segment (+/- 0,5%).

Cette analyse fait ressortir une valeur de l'action de la Société comprise entre 122,5 euros et 153,7 euros.

Valeur par action (en €)	Taux d'actualisation par secteur d'activités			
		x+0.5%	x	x-0.5%
Taux de croissance à l'infini par secteur d'activités	y-0.5%	123,2	131,0	139,8
	y	128,2	136,7	146,4

²¹ Source : "2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital" – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 633 M\$.

	y+0.5%	133,8	143,2	153,9
Valeur par action (en €) % marge EBITDA (% croissance CA inchangée) par secteur d'activités	Taux d'actualisation par secteur d'activités			
		x+0.5%	x	x-0.5%
	z-0.5%	121,9	130,1	139,4
	z	128,2	136,7	146,4
	z+0.5%	134,5	143,4	153,4
Valeur par action moyenne (en €)		122,5	136,7	153,7

Le Prix d'Offre est encadré par les résultats de la méthode de l'actualisation des flux. Le bas de la fourchette fait ressortir une prime de +7,9% tandis que le haut de la fourchette fait apparaître une décote de -13,9%.

5. Référence au cours de bourse

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris depuis le 11 juillet 2001. Le flottant de la Société est de 45,90%.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de la Société sur deux périodes : une première période de 24 mois précédant l'annonce de la transaction entre la Famille Rebouah et l'Initiateur (5.1), soit du 31 mai 2014 au 31 mai 2016, et une seconde période postérieure à cette annonce (5.2), comprise entre le 1^{er} juin 2016 et le 31 décembre 2016.

5.1 Référence au cours de bourse jusqu'au 31 mai 2016, avant l'annonce de l'Offre

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action de la Société, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse sur les deux dernières années, du 31 mai 2014 au 31 mai 2016, date du dernier jour de négociation précédant l'annonce de la transaction sur le Bloc et du prochain dépôt de l'Offre.

Evolution du cours de bourse de la Société sur deux ans, au 31 mai 2016



Légende	Date	Evènement
1	05/11/2014	Publication du chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2014 de Tessi
2	30/03/2015	Acquisition de l'agence PMC
3	04/08/2015	Publication du chiffre d'affaires du 1 ^{er} semestre 2015 de Tessi
4	04/09/2015	Publication des résultats du 1 ^{er} semestre 2015 de Tessi
5	24/12/2015	Acquisition de la société Diagonal Company
6	11/01/2016	Acquisition de la société RR Donnelley Document Solutions Switzerland
7	28/01/2016	Acquisition de la société BPO Solutions
8	05/02/2016	Publication du chiffre d'affaires 2015 de Tessi
9	11/04/2016	Publication des résultats annuels 2015 de Tessi

Source : Bloomberg et Société

Le graphique met en évidence trois phases de hausse du cours de bourse de la Société à partir de la mi-2015 :

- La première est liée à la publication du chiffre d'affaires (+17,6%) et des résultats du premier semestre 2015 (+34,8% au niveau du résultat opérationnel), respectivement le 3 août (post clôture) et le 3 septembre 2015 (post clôture).

L'étude d'évènement²² que nous avons réalisée montre que ces annonces ont généré respectivement un rendement anormal²³ du titre de +3,6% et +10,7%²⁴.

- La deuxième est liée aux annonces de différentes acquisitions entre la fin de l'année 2015 et le début de l'année 2016.

Notre étude d'évènement montre que la seule annonce de l'acquisition de Diagonal a entraîné un rendement anormal du titre de +5,8%.

²² Une étude d'évènement est une méthode statistique permettant de mesurer l'impact différentiel d'un évènement sur le cours d'un titre par rapport à celui du marché.

²³ Le rendement anormal correspond à la différence entre le rendement constaté du titre et le rendement anticipé compte tenu d'un modèle statistique (usuellement le modèle de marché). Ce rendement anormal a été calculé sur la base d'une fenêtre de +/- 1 jour autour de la date d'annonce. Lorsque l'annonce est faite postérieurement à la clôture du marché, on considère que la date d'annonce est le lendemain car il s'agit du premier jour de bourse où l'annonce peut être prise en compte.

²⁴ Ces rendements sont significatifs au seuil de 99% sachant qu'un seuil de 95% est habituellement considéré comme satisfaisant.

- La troisième intervient sur la première quinzaine du mois de février 2016 où le cours progresse d'un niveau de 135€ à un plus haut de 159€ sans que cette annonce puisse être attribuée spécifiquement à l'annonce du chiffre d'affaires de l'année 2015²⁵.

Même si le cours du titre de la Société a légèrement baissé ensuite, on constate qu'il a connu une forte dynamique haussière sur une période d'un an précédent l'annonce de la transaction sur le Bloc, du fait des annonces de résultats en forte progression et de la mise en œuvre d'une politique de croissance externe ambitieuse.

Dans un contexte où la liquidité du titre est limitée, ce qui est illustré par un taux de rotation du flottant limité à 41,9% sur une période d'un an à la date du 31 mai 2016 (cf. tableau suivant), cette hausse comportait, sans doute, une part de sur-réaction des investisseurs à un flux régulier de bonnes nouvelles²⁶, ce qui explique pourquoi le prix par action obtenu par la Famille Rebouah (132,25€ sur la base du contrat de cession signé le 31 mai 2016) était inférieur de 13,4% au cours moyen pondéré par les volumes la veille de l'annonce de l'opération (152,68 euros cf. tableau ci-dessous).

Le tableau ci-dessous donne des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes, jusqu'au 31 mai 2016.

Analyse du cours de bourse de la Société sur un an jusqu'au 31 mai 2016

Au 31 Mai 2016	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	20 jours	60 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	152,68	144,45	141,85	135,60	123,34	144,65	141,50
Prime/(Décote) induite par le prix d'offre	(13,3%)	(8,4%)	(6,7%)	(2,4%)	7,3%	(8,5%)	(6,5%)
Cours le plus haut (€)	-	151,26	151,26	156,66	156,66	151,26	151,26
Cours le plus bas (€)	-	139,78	127,75	117,55	84,75	139,78	127,75
Volume moyen quotidien	-	868	777	2 362	2 084	749	719
Volume cumulé	-	19.089	49.720	299.958	537.602	14.989	43.139
Nb de jours avec échanges	-	22	64	127	258	20	60
Nb de jours de bourse	-	22	64	127	258	20	60
Rotation du flottant (%)		1,5%	3,9%	23,4%	41,9%	1,2%	3,4%

Source : Bloomberg

Selon la durée du calcul des moyennes pondérées des cours, le Prix d'Offre fait ressortir une décote de 13,3% (par rapport au cours spot) et une prime de +7,3% (par rapport à la moyenne un an).

Les décotes observées par rapport aux références de cours les plus récentes reflètent, sans doute, une sur-réaction des investisseurs et du cours de la Société à un flux de nouvelles positives, dans un contexte de liquidité limitée du titre.

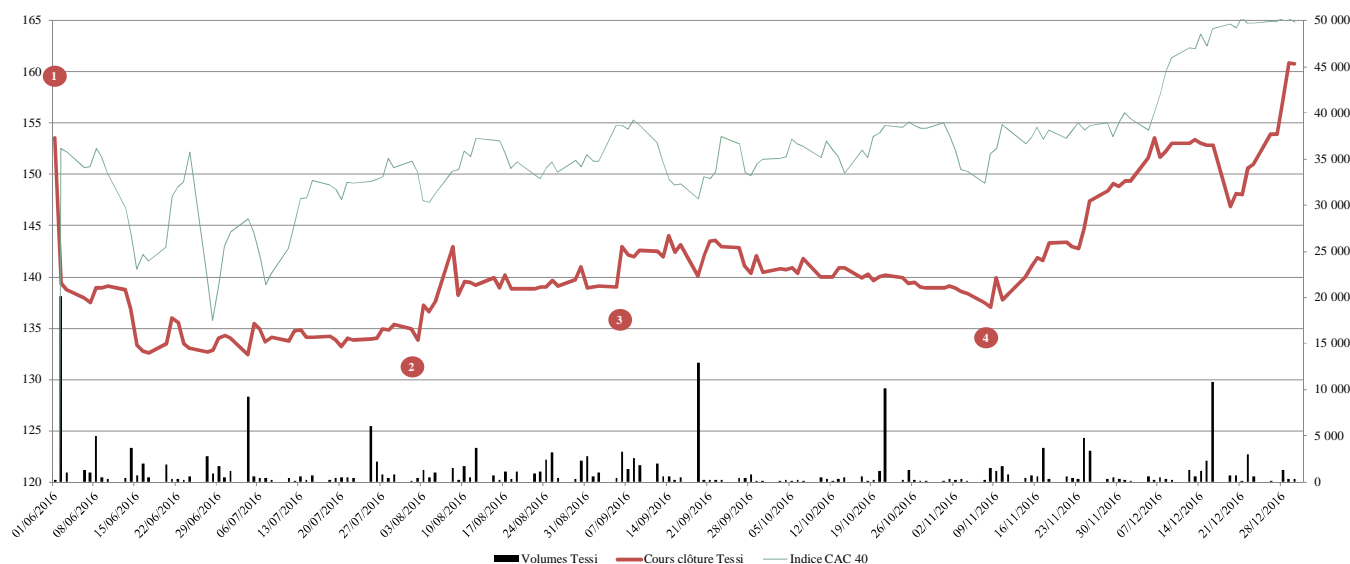
²⁵ Notre étude d'évènement ne fait pas apparaître de rendement anormal du titre autour de cette annonce.

²⁶ Il est démontré que dans un contexte de faible liquidité caractérisé par d'importantes limites à l'arbitrage, l'évolution du cours d'un titre est susceptible de refléter l'opinion des investisseurs les plus optimistes sur ce titre. L'article fondateur sur ce sujet est : Miller, E. M., 1977, Risk, uncertainty and divergence of opinion, Journal of Finance vol. 32, pp. 1151–1168.

5.2 Evolution du cours de bourse depuis le 1er juin 2016

Après une réaction négative logique, suite à l'annonce de la cession de la participation majoritaire de la Famille Rebouah à un prix par action inférieur au cours de bourse, le cours du titre de la Société a repris son ascension pour s'établir à 161 euros au 30 décembre 2016, soit une hausse de 19,3% par rapport au cours du 1^{er} juin 2016.

Evolution du cours de bourse de la Société depuis le 1^{er} juin 2016 jusqu'au 31 décembre 2016



Légende	Date	Evènement
1	01/06/2016	Offre de rachat de la holding HLD
2	05/08/2016	Publication du chiffre d'affaires du 1 ^{er} semestre 2016 de Tessi
3	05/09/2016	Veille de publication des résultats du 1 ^{er} semestre 2016 de Tessi
4	08/11/2016	Publication du chiffre d'affaires des 9m 2016 de Tessi

Afin d'analyser l'origine de cette hausse depuis le 1^{er} juin 2016, nous avons effectué une analyse de régression multiple entre l'évolution du cours du titre de la Société, l'évolution du marché (mesurée par la variation du CAC dividende réinvesti), les achats effectués régulièrement par un fonds²⁷ et les annonces de chiffre d'affaires et de résultats²⁸.

Il en ressort que les variations du cours de la Société s'expliquent à la fois par sa corrélation avec le marché et les achats effectués par le fonds²⁹ alors que les publications de chiffre d'affaires et de résultats n'ont eu aucun effet³⁰. Selon ce modèle, l'impact du fonds s'élève en moyenne à 0,53% chaque jour où il a acheté des titres, sachant que nous avons relevé 21 jours d'achat depuis le lendemain de l'annonce de la cession.

²⁷ Pour déterminer les dates d'achat de ce fonds, nous nous sommes basées sur les déclarations disponibles sur le site de l'AMF.

²⁸ Nous avons pris en compte les achats effectués par le fonds et les dates d'annonce par des variables binaires (ou dummy) qui prennent soit la valeur 0 ou 1. Par exemple, la variable prend la valeur 1 les jours où le fonds a acheté des titres Tessi et 0 les jours où il n'en a pas achetés.

²⁹ Ces résultats sont significatifs au seuil de 90%.

³⁰ Cette absence d'effet des annonces de chiffre d'affaires et de résultats est corroborée par une étude d'évènements.

Cette analyse tend à montrer que l'augmentation du cours ne résulterait pas tant de la prise en compte par le marché d'une évolution positive de la situation de la Société³¹, depuis l'annonce de la cession, mais de sa corrélation à un marché qui a progressé ainsi que de l'opinion favorable d'un acteur du marché qui achète régulièrement des titres.

A cet égard, l'Initiateur et la Famille Rebouah ont convenu, par un avenant signé en date du 22 décembre 2016, de diminuer légèrement le prix d'achat des actions de 132,25 euros à 131,92 euros, ce qui est cohérent avec l'absence de nouvelles plus favorables qu'anticipées depuis l'annonce de la transaction sur le Bloc.

6. Méthode des multiples de comparables boursiers (à titre indicatif)

6.1 Principe

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

La mise en œuvre de cette méthode se heurte, dans le cas d'espèce, à la difficulté de constituer un échantillon de sociétés comparables en termes d'activité exercée, de niveau de marge, de taille ou de zone géographique.

Nous l'avons donc mis en œuvre de manière indicative en retenant un échantillon spécifique pour l'activité Tessi Documents Services hors BPO Paiement et Tessi Customer Marketing. En revanche, compte tenu des spécificités des activités CPoR et BPO Paiement, nous n'avons pas identifié d'échantillon de sociétés comparables et nous avons donc retenu les valeurs obtenues dans le cadre de la méthode de l'actualisation des flux futurs.

6.2 Présentation des sociétés retenues

6.2.1 Tessi Documents Services hors BPO Paiement

Nous avons cherché à constituer un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le secteur du conseil, du service et de l'ingénierie informatique en privilégiant les sociétés dont la clientèle est majoritairement composée de banques, de sociétés d'assurance ou de sociétés financières et dont l'activité est principalement réalisée en France.

Nous avons identifié plusieurs sociétés comparables cotées répondant à ces critères mais certaines d'entre elles présentent un profil de croissance ou de profitabilité trop différent de Tessi Document Services hors BPO Paiement.

Nous avons ainsi réduit le périmètre de notre échantillon à trois sociétés :

³¹ Le titre ayant réagi très positivement aux précédentes annonces de résultats, une nouvelle réaction positive devait non pas seulement refléter une hausse des agrégats financiers de la Société mais une hausse plus forte qu'anticipée alors que ces anticipations avaient dû progresser au fur et à mesure des annonces positives (rappelons que nous ne pouvons pas mesurer ces anticipations sur la base d'un consensus des prévisions des analystes financiers car la société était suivie par un seul broker).

- **Aubay** est une société française spécialisée dans le service informatique, organisée autour de quatre pôles : le conseil technologique (conseil dans le choix des technologies à utiliser lors de la conception d'architectures techniques du système d'information), l'ingénierie (intégration de solutions et de systèmes, maîtrise d'œuvre et développement d'application), la maintenance et l'infogérance.

La société a généré un chiffre d'affaires de 274 M€ en 2015, principalement en France auprès de banques (41% de son chiffre d'affaires) et de sociétés d'assurance (27% de son chiffre d'affaires).

- **Neurones** est une société française de conseil et de services informatiques, spécialisée dans trois lignes métiers : les services d'infrastructures informatiques (conception, intégration et infogérance de systèmes et de réseaux, de systèmes de sécurité informatique, etc.), les prestations de services applicatifs (dématérialisation, développement et intégration d'application SAP, application web sur mesures, application des métiers de finance de marché, etc.) et le conseil en management et système d'information.

La société a généré un chiffre d'affaires de 399 M€ en 2015, principalement auprès de banques et sociétés d'assurances (38% de son chiffre d'affaires). L'intégralité de son chiffre d'affaires est réalisée en France.

- **Infotel** est une société française spécialisée dans le service informatique, organisée autour de deux pôles : les prestations de services (conseil, études et audit de systèmes d'information, développement et mise en place d'applications, intégration de progiciels, infogérance, etc.) qui représentent la quasi-totalité du chiffre d'affaires et d'édition de logiciels (logiciels de réorganisation, de restauration et de sauvegarde des bases de données).

La société a généré un chiffre d'affaires de 175 M€ en 2015, principalement en France auprès de banques (34% du chiffre d'affaires de l'activité services) et de sociétés d'assurance (14% du chiffre d'affaires de l'activité services).

Le tableau ci-après synthétise les principales caractéristiques des sociétés retenues dans notre échantillon : leur taille au travers de leur capitalisation boursière (« Capi. B ») et leur valeur d'entreprise (« VE »), la croissance attendue de leur chiffre d'affaires et leur rentabilité prévisionnelle (marge d'EBIT) sur la période 2016 – 2018, leurs multiples de VE / EBIT sur la période 2016 - 2018.

Les multiples VE / EBITDA n'ont pas été retenus car les sociétés de notre échantillon présentent des différences d'intensité capitalistique que l'EBITDA ne permet pas de prendre en compte, au contraire de l'EBIT qui est dès lors une mesure plus pertinente de la trésorerie générée.

Compte tenu du profil de croissance et de rentabilité de Tessi Documents Services hors BPO Paiement par rapport aux sociétés comparables identifiées, nous avons appliqué les multiples 2017 et 2018 déterminés aux agrégats correspondants du segment.

Société	Pays	Capi. B M€ *	VE M€	% croissance CA			% marge EBIT			VE/EBIT		
				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Aubay	France	341	351	+19,3%	+6,0%	+4,4%	9,2%	9,3%	9,5%	11,6x	10,8x	10,2x
Neurones	France	540	467	+11,2%	+8,9%	+8,1%	9,2%	9,3%	9,4%	11,4x	10,4x	9,6x
Infotel	France	270	231	+8,8%	+6,7%	+6,4%	11,2%	11,0%	11,1%	10,8x	10,3x	9,7x
Moyenne							9,9%	9,9%	10,0%	11,3x	10,5x	9,8x
Médiane							9,2%	9,3%	9,5%	11,4x	10,4x	9,7x

* Capitalisation boursière : moyenne 1 mois au 30 décembre 2016.

Source : Bloomberg

6.2.2 Tessi Customer Marketing

Nous avons cherché à constituer un échantillon de sociétés cotées regroupant des agences marketing, en privilégiant les sociétés dont l'activité est principalement réalisée en France.

Nous avons ainsi réduit le périmètre de notre échantillon à deux sociétés :

- **High Co** est une société française spécialisée dans les solutions marketing pour influencer le comportement des consommateurs. La société est organisée en trois pôles solutions : le « drive to store » (solutions pour générer du Traffic dans les points de ventes), le « in to store » (animations pour augmenter les ventes dans les points de ventes) et la gestion et l'analyse de données (connaissance des clients et ciblage des actions marketing).

La société a généré un chiffre d'affaires de 155 M€ en 2015, principalement en France (64% de son chiffre d'affaires) et au Benelux (31% de son chiffre d'affaires).

- **Custom Solutions** est une agence marketing française spécialisée dans le digital et le data marketing, organisée autour de trois lignes métiers complémentaires : le conseil en stratégie marketing, le déploiement opérationnel de stratégie marketing (logistique, traitement des offres, sourcing, services consommateurs, etc.) et l'analyse de performance (reporting).

La société a généré un chiffre d'affaires de 19 M€ en 2015.

Compte tenu du profil de croissance et de rentabilité de Tessi Customer Marketing par rapport aux sociétés comparables identifiées, nous avons appliqué les multiples 2017 et 2018 déterminés aux agrégats correspondants du segment.

Le tableau ci-après synthétise les principales caractéristiques des sociétés de notre échantillon.

Société	Pays	Capi. B M€*	VE M€**	% croissance CA			% marge EBIT			VE/EBIT		
				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
High Co	France	136	139	(9,7%)	+5,4%	+4,9%	6,9%	9,5%	9,7%	14,5x	9,9x	9,3x
Custom Solutions	France	26	24	(3,1%)	+33,3%	+5,8%	4,4%	10,9%	12,4%	n.s.	9,4x	7,7x
Moyenne							5,7%	10,2%	11,0%	14,5x	9,6x	8,5x
Médiane							5,7%	10,2%	11,0%	14,5x	9,6x	8,5x

* Capitalisation boursière : moyenne 1 mois au 30 décembre 2016.

** Valeur d'Entreprise retraitée des avances clients par cohérence avec l'approche retenue pour Tessi.

Source : Bloomberg

6.3 Valeur par action à partir de la méthode des multiples boursiers

L'approche des multiples boursiers aboutit à une fourchette de valorisation de l'action de la Société comprise entre 132,9 euros et 145,1 euros, faisant ressortir une décote comprise entre -0,5% et -8,8% respectivement par rapport au Prix d'Offre.

7. Méthode des multiples de transactions comparables (à titre indicatif)

7.1 Principe

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples moyens ou médians issus d'un échantillon de transactions récentes portant sur des sociétés de secteur d'activité comparable.

La mise en œuvre de cette méthode se heurte non seulement à la difficulté d'identifier des sociétés comparables mais également à la difficulté à obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples.

Compte tenu de la diversité de ses activités, nous n'avons pas identifié de transaction dont la cible était globalement comparable à la Société.

Nous avons cependant identifié des transactions comparables pour les segments Tessi Documents Services hors BPO Paiement et Tessi Customer Marketing. Nous avons appliqué les multiples de transactions comparables aux agrégats 2015 et 2016 de ces deux segments.

En revanche, nous n'avons pas identifié de transactions comparables pour BPO Paiement ni pour CPoR. Nous avons donc retenu leur valeur résultant de l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie.

7.2 Présentation des transactions comparables identifiées

7.2.1 Tessi Documents Services hors BPO Paiement

Nous avons concentré nos recherches sur les transactions réalisées depuis janvier 2013, et dont les cibles sont localisées en Europe de l'Ouest.

In fine, nous avons retenu les transactions les plus récentes portant sur des cibles dont la taille était plus significative (valeur d'entreprise supérieure à 40 M€), soit les multiples moyens observés sur les

acquisitions des sociétés Diagonal (référence interne) et Comdata (référence externe) en décembre 2015.

Le tableau ci-dessous synthétise les principales caractéristiques des transactions que nous avons analysées : le nom de la société cible et de l'acquéreur, la taille de cible, à travers la valeur d'entreprise induite par la transaction réalisée sur son capital, la part du capital acquise par l'acquéreur, le multiple de VE / EBITDA.

Nous ne disposons pas d'informations suffisantes permettant de déterminer le multiple de VE / EBIT sur toutes les transactions.

Le tableau ci-dessous synthétise les principales caractéristiques des transactions que nous avons analysées.

Date d'annonce	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M*)	Devis e	VE / EBITDA
24/12/2015	Diagonal Company	Espagne	Tessi SA	87,4%	46	EUR	8,4x
21/12/2015	Comdata	Italie	Carlyle Group	100,0%	300	EUR	7,5x
Moyenne							7,9x

* unité : millions – en monnaie locale

Source : Tessi SA, Epsilon, MergerMarket.

7.2.2 Tessi Customer Marketing

Nous avons concentré nos recherches sur les transactions réalisées depuis janvier 2013 et dont les cibles sont localisées en Europe de l'Ouest et aux Etats-Unis.

Nous avons identifié trois transactions comparables :

- une référence interne à la Société : l'acquisition de 100% des titres de la société Promotion Marketing Communication (« PMC ») en mars 2015 ;
- deux références externes : les acquisitions des sociétés FullSix Group par Havas et Valassis Communication par Harland Clark, en septembre 2015 et décembre 2013 respectivement.

Le tableau ci-dessous synthétise les principales caractéristiques des transactions que nous avons analysées.

Date d'annonce	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M*)	Devise	VE / EBITDA
24/09/2015	FullSix Group	France	Havas SA	100,0%	70	EUR	8,6x
01/03/2015	PMC	France	Tessi	100,0%	3	EUR	3,6x
18/12/2013	Valassis Communications	Etats-Unis	Harland Clarke	100,0%	1 774	USD	7,6x
Moyenne							6,6x

* unité : millions – en monnaie locale

Source : Tessi SA, Epsilon, MergerMarket.

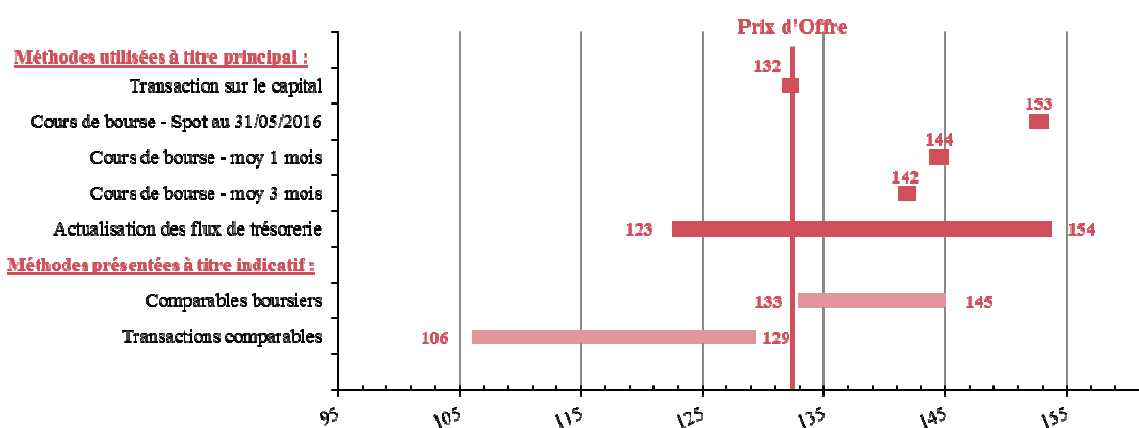
7.3 Valeur par action à partir de la méthode des multiples de transactions comparables

L'approche des multiples de transactions comparables aboutit à une fourchette de valorisation de l'action Tessi SA comprise entre **106,0 euros** et **129,4 euros**, faisant ressortir une prime comprise entre **+2,2%** et **+24,7%** par rapport au Prix d'Offre.

8. Synthèse de nos travaux de valorisation

Le graphique ci-dessous présente les fourchettes de valorisation l'action selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références retenues ainsi que le prix d'Offre de 132,25 euros.

Synthèse de valeur – Titres de la Société



V. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE

1. Eléments d'appréciation du prix des actions

Nous avons effectué la comparaison de nos travaux avec ceux du Crédit Industriel et Commercial et Kepler Chevreux (ci-après conjointement « les Etablissements présentateurs »).

La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans le tableau ci-dessous :

Comparaison des travaux – Banque Présentatrice vs. Expert Indépendant

	Etablissements présentateurs			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Référence à la transaction du bloc de contrôle		131,92			131,92	
Référence au cours de Bourse *	109,49	-	152,99	123,3	-	152,7
Actualisation des flux de trésorerie	117,87	126,97	137,49	122,5	136,7	153,7
Multiples Boursiers	126,67	133,18	141,63	132,9	-	145,1
Multiples Transactionnels	81,1	118,19	144,86	106,0	-	129,4

* Etablissements présentateurs : données à 24 mois ; Expert Indépendant : données à 12 mois

1.1 Choix des méthodes d'évaluation et des références

En matière de choix des méthodes et des références, les Etablissements présentateurs ont, comme nous, retenu à titre principal, la référence à l'acquisition de la participation majoritaire de la Famille Rebouah, la référence au cours de bourse et la méthode par actualisation des flux de trésorerie futurs. Les multiples boursiers et transactionnels ont également été retenus à titre de recoupement.

1.2 Détermination des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres

La détermination des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres est relativement similaire entre nos travaux (77,4 M€) et ceux des Etablissements présentateurs (71,8 M€).

Les éléments de passage retenus par les Etablissements présentateurs sont fondés sur les comptes consolidés au 31 décembre 2015, alors que nos analyses sont fondées sur les comptes arrêtés au 30 juin 2016.

Outre cette différence sur les données de référence prises en compte, nous relevons également les écarts suivants :

- les Etablissements présentateurs ont retenu la trésorerie disponible de CPoR indiquée dans le document de référence de la Société alors que nous avons retenu le montant des capitaux propres excédentaires en cohérence avec notre approche d'évaluation pour les flux de dividende distribuables ;
- les Etablissements présentateurs ont pris en compte des provisions pour litiges (2,5 M€), alors que nous avons considéré qu'elle était assimilable à du besoin en fonds de roulement.

1.3 Mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

Les Etablissements présentateurs ont mis en œuvre la méthode par les flux de trésorerie disponibles de manière consolidée, en tenant compte pour le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini des spécificités de chaque segment en termes de perspectives et de risques.

Dans la mesure où les activités de la Société ont des caractéristiques relativement différentes en termes de perspectives ou de modèle économique, nous avons fait le choix d'évaluer séparément chacune des activités.

Outre cette différence, nous relevons également les principaux écarts suivants :

- les Etablissements présentateurs ont considéré un flux normatif post 2020 alors que nous avons considéré une année d'extrapolation, correspondant à l'année 2021, et déterminé un flux normatif post 2021 ;
- les hypothèses de variations de besoin en fonds de roulement et de taux d'impôt sur l'horizon du plan d'affaires, d'une part, et celles retenues pour la normalisation (notamment taux de croissance à l'infini et marge d'EBIT), d'autre part, différent.

1.4 Mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers

La différence entre nos résultats et ceux des Etablissements présentateurs résulte principalement de la définition de l'échantillon de comparables. Seules les sociétés HighCo SA et Infotel SA sont communes à notre échantillon et celui retenu par les Etablissements présentateurs.

Pour Tessi Documents Services hors BPO Paiement, nous avons opté dans notre sélection pour un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le secteur du conseil, du service et de l'ingénierie informatique et ayant majoritairement une clientèle composée d'établissements financiers. Nous avons considéré les sociétés Aubay, Neurons et Infotel SA.

En revanche, les Etablissements présentateurs ont sélectionné des sociétés impliquées pour partie dans les mêmes activités que le Groupe, sans retenir de critères de cible de clientèle. Ainsi leur échantillon est composé des sociétés suivantes pour les activités de Tessi Documents Services : Axway Software SA, Cegedim SA, Infotel SA, Neopost SA, Reply S.p.A et Sword Group SE.

1.5 Mise en œuvre de la méthode des multiples transactionnels

La différence entre nos résultats et ceux des Etablissements présentateurs résulte principalement de la définition de l'échantillon de transactions comparables. Seules les transactions impliquant Diagonal et Comdata sont communes à notre échantillon et celui retenu par les Etablissements présentateurs.

Nous avons écarté la transaction impliquant BPO Solutions en considérant que sa taille était trop limitée pour être pertinente (6 M€).

Nous avons en revanche retenu un certain nombre de transactions impliquant des sociétés dont l'activité était comparable à celle de Tessi Customer Marketing.

VI. ANALYSE DE L'INCIDENCE DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE EXTRAORDINAIRE ET DE LA MISE EN PLACE DE NOUVEAUX FINANCEMENTS DANS LE CADRE DE L'OPERATION

1. Présentation des besoins de financement générés par l'opération et des nouveaux financements mis en place

L'Opération génère un double besoin de financement pour la Société.

Tout d'abord, la cession de la participation majoritaire de la Famille Rebouah entraîne l'activation des clauses de changement de contrôle de différents financements mis en place par la Société et, en particulier, du crédit syndiqué signé en décembre 2015, d'un montant initial de 80 M€, des obligations émises en novembre 2013, d'un montant nominal de 20 M€, et de différents crédits immobiliers.

Ensuite, le versement du dividende extraordinaire entrainera un décaissement d'un montant de 67.647.854,04 euros.

Ces besoins seront couverts par la mise en place de nouveaux financements constitués d'une dette bancaire senior (1.1) et d'un prêt intragroupe (1.2).

Ce prêt intragroupe et la mise en place de nouveaux financements doivent être considérés comme une opération connexe au sens de l'article 261-1 I 4 du Règlement Général de l'AMF.

1.1 Présentation des principales caractéristiques de la dette bancaire senior

Afin de répondre aux besoins de financement décrits ci-dessus et de disposer des moyens nécessaires à son développement, la Société souscrira un nouveau contrat de crédit dont les caractéristiques sont les suivantes :

- Il sera composé de quatre tranches dont deux tranches d'un montant respectif de 27,1 M€ (ci-après « la Tranche A ») et de 40,6 M€ (ci-après « la Tranche B ») destinées à financer le dividende extraordinaire, une tranche d'un montant potentiel de 40 M€ (ci-après « la Ligne d'acquisition ») destinée à financer d'éventuelles opérations de croissance externe et une tranche d'un montant de 10 M€ (ci-après « la Tranche RCF ») destinée à financer le besoin en fonds de roulement.
- La Tranche A et la Ligne d'acquisition seront amortissables sur une durée de six ans, la Tranche B sera remboursable à maturité au terme d'un délai de sept ans et la Tranche RCF sera disponible pendant une durée de six ans.
- Le taux d'intérêt est égal à la somme du taux Euribor pour la période d'intérêt applicable (avec un plancher à 0%) plus une marge fonction du ratio de levier.

- La Société s'engage à respecter deux ratios, un ratio de levier correspondant au rapport entre la dette financière nette et l'EBITDA et un ratio de couverture des intérêts correspondant au rapport entre l'EBITDA et les frais financiers nets.

1.2 Présentation des principales caractéristiques du prêt intragroupe

Afin de refinancer les dettes existantes, devenues exigibles du fait de l'activation de clauses de changement de contrôle, l'Initiateur a mis en place un prêt intragroupe dont les caractéristiques sont les suivantes :

- Il s'élève à un montant de 47,8 M€.
- Il est remboursable à maturité au terme d'une période de sept ans.
- Le prêt intragroupe peut être remboursé en tout ou partie avant sa maturité, sans application de pénalité de remboursement anticipé.
- Le taux d'intérêt est fixe, correspondant à la somme de 0,1% et la moyenne de la fourchette haute de la marge appliquée sur les sommes empruntées par l'Initiateur pour financer le prêt intragroupe.
- Le prêt intragroupe n'est pas soumis à des covenants.

On observe que ce prêt intragroupe est inférieur au montant à refinancer. La Société mobilisera, en effet, sa trésorerie dans un contexte où les taux des placements à court terme sont extrêmement faibles voire négatifs.

2. Analyse de l'incidence de la distribution d'un dividende extraordinaire et de la mise en place de nouveaux financements

2.1 La distribution d'un dividende extraordinaire permet d'optimiser la structure financière en portant le ratio de levier à un niveau modéré

Bien que le sujet soit controversé, on considère généralement que le recours à la dette financière est susceptible de créer de la valeur, grâce à la déductibilité des frais financiers, pour autant que ces économies d'impôt liées à la dette ne soient pas compensées par une augmentation des coûts liés aux difficultés susceptibles de survenir en cas de recours à un levier financier trop élevé.

Dans le cas d'espèce, la distribution du dividende extraordinaire augmentera mécaniquement le niveau de la dette de la Société et donc la valeur actuelle des économies d'impôt générées par la dette de la Société.

Par ailleurs, la distribution d'un dividende extraordinaire portera le ratio de levier à un niveau modéré. Sur la base des prévisions que nous avons retenues pour évaluer la Société, nous estimons que ce ratio sera de 1,2 fin 2017.

2.2 Le nouveau financement mis en place ne fait pas peser de risque à la Société en termes de respect des covenants et de remboursement

Nous avons modélisé l'évolution de la dette financière nette et des charges financières de la Société sur la base des prévisions que nous avons retenues pour évaluer la Société et des hypothèses complémentaires correspondantes :

- Le prêt intragroupe sera remboursé au même rythme que le prêt contracté par l'Initiateur pour le financer.
- Le dividende évoluera de manière à ce que l'Initiateur puisse faire face à ses propres contraintes de paiement des intérêts et de remboursement du capital de ses emprunts.

Sur ces bases, nous observons que la Société sera largement en mesure de respecter les remboursements prévus et les covenants de sa dette bancaire senior.

Certes, une évolution défavorable de l'EBITDA par rapport aux prévisions retenues pourrait remettre en cause le respect des covenants. Cependant, nous notons qu'une telle évolution défavorable n'a pas été observée par la Société sur la période que nous avons analysée (2012 - 2016) et qu'elle apparaît extrêmement improbable au regard du modèle économique de la Société (diversification des sources de revenus tant en termes de métier que géographiquement, conjuguée à des marges élevées permettant de générer des flux de trésorerie importants).

2.3 La capacité de génération de trésorerie de la Société conjuguée aux lignes de financement additionnels prévues dans la dette bancaire senior permettent à la Société de disposer des moyens et de la flexibilité financière nécessaires pour poursuivre son développement interne et par croissance externe

Nous observons que la capacité de génération de trésorerie de la Société permettra de diminuer rapidement son ratio de levier, ce qui lui permettra de disposer des moyens et de la flexibilité financière nécessaires au financement de sa croissance anticipée (investissements et besoins en fonds de roulement) à la réalisation d'opérations de croissance externe, sachant que le contrat relatif à la dette bancaire senior prévoit une ligne de financement pour de telles opérations.

2.4 Les conditions du prêt intragroupe reflètent les conditions des emprunts effectués par l'Initiateur

Le taux du prêt intragroupe reflète les conditions des emprunts effectués par l'Initiateur et de ce fait ne fait pas apparaître de bénéfice pour ce dernier.

2.5 La marge de crédit des nouveaux financements mis en place entraîne des surcoûts pour la Société

Les nouveaux financements mis en place pour refinancer les dettes existantes et le dividende extraordinaire font apparaître des marges de crédit supérieures à celles existantes dans le crédit syndiqué conclu par la Société en décembre 2015, même lorsqu'on prend en compte l'augmentation du ratio de levier induite par la distribution du dividende extraordinaire. Pour le dire autrement, les nouveaux financements ont été consentis sur la base d'un spread de crédit plus important que celui correspondant au risque intrinsèque de la Société.

Nous comprenons que cette évolution des marges de crédit de la Société est notamment liée au fait que la négociation des financements de l'Initiateur et des nouveaux financements de la Société ont été structurée globalement.

La Société va subir en conséquence un surcoût égal à la valeur actualisée des intérêts supplémentaires supportés, ceux-ci correspondant à la différence entre les marges de crédit prévues dans la nouvelle dette bancaire senior et le crédit syndiqué de décembre 2015.

Nos analyses précédentes tiennent compte du surcroît de charges financières liées aux nouveaux financements. Il ne remet donc pas en cause notre analyse concernant le fait que la distribution d'un dividende extraordinaire et la mise en place de nouveaux financements ne font pas peser de risque à la Société, en termes de respect des covenants et de remboursement, et n'obèrent pas sa capacité de développement.

Nous estimons que cet élément ne constitue pas un élément susceptible d'affecter l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre pour les raisons suivantes :

- Le Prix d'Offre reflète l'aboutissement d'un processus d'enchère où les acquéreurs potentiels ont pris en compte la structure de financement qu'ils seraient susceptibles de mettre en place et les vendeurs ont cherché à obtenir l'offre la plus favorable sans contrepartie connexe.*
- Le Prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette des valeurs résultant d'une analyse multicritère et notamment de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, celle-ci ayant été mise en œuvre en tenant compte d'une structure financière optimisée et d'un spread de crédit correspondant à celui prévalant dans le contrat de crédit syndiqué de décembre 2015.*

VII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par M. Marc Rebouah, en sa qualité de président directeur général de la Société, cette nomination devant être confirmée par le nouveau conseil d'administration de la Société le 12 janvier 2017, en application de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF et plus particulièrement de ses alinéas 1 et 2, qui visent le risque de conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration, et 5 qui vise l'existence d'opérations connexes.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre s'accompagne d'opérations connexes relatives à la mise en place d'un prêt intragroupe et d'une nouvelle dette bancaire senior permettant, notamment, de distribuer un dividende extraordinaire. Cette distribution ainsi que la mise en place de nouveaux financements ne font pas peser de risque à la Société, en termes de respect des covenants et de condition de remboursement, et n'obèrent pas sa capacité de développement. Si les nouveaux financements obtenus par la Société ont été conclus sur la base d'un spread de crédit plus important que celui correspondant au risque intrinsèque de la Société, cet élément n'affecte pas l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre qui est lié à sa cohérence par rapport à l'analyse multicritère de la valeur du titre.*
- Le Prix d'Offre fait apparaître une très légère prime par rapport au prix par action obtenu par la Famille Rebouah, actionnaire historique de la Société disposant d'une connaissance approfondie de ses activités et de ses perspectives, aux termes d'un processus d'enchère.*
- Le Prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette des valeurs obtenues par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, sachant que l'Initiateur, sélectionné au terme du processus d'enchère mentionné précédemment, est un holding d'investissements qui n'a pas la possibilité de dégager de synergies avec la Société et que celle-ci a été évaluée sur la base d'une structure financière optimisée et de son spread de crédit sur une base stand alone. Plus spécifiquement, le Prix d'Offre fait apparaître une prime de +7,9% par rapport à la fourchette basse et une décote de -13,9% par rapport à la fourchette haute de cette approche.*

- *Le Prix d'Offre fait apparaître des décotes par rapport au cours spot (-13,3%) et aux moyennes de cours calculées à la date d'annonce de la cession du Bloc et de l'Offre (-8,4% et -6,7% par rapport respectivement aux moyennes à un et trois mois). Cependant, ces décotes reflètent, sans doute, une sur-réaction des investisseurs et du cours de la Société à un flux de nouvelles positives, dans un contexte de liquidité limitée du titre.*

En conclusion, nous considérons que le Prix d'Offre de 132,25 euros est équitable pour les porteurs de titres de la Société. »

Fait à Paris, le 12 janvier 2017

*Maurice Nussenbaum
Président Sorgem Evaluation*

*Teddy Guerineau
Associé Sorgem Evaluation*

Annexe : Diligences effectuées par l'expert

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société et des résultats trimestriels et semestriels 2016 ;
- Entretiens avec le management de la Société sur les points suivants :
 - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > Présentation de la performance historique et des résultats trimestriels et semestriels 2016 ;
 - > Présentation des prévisions d'atterrissage et des perspectives de la Société ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société ;
 - > Evaluation de la Société sur la base de la méthode des flux de trésorerie futurs ;
 - > Analyse du cours de bourse et mise en œuvre d'une analyse d'événements et d'une analyse de régression multiple ;
 - > Examen de la pertinence d'une évaluation de la Société fondée sur une approche analogique avec la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables. Dans ce cadre, identification de sociétés et de transactions comparables, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences existant entre la Société et les sociétés comparables et évaluation de la Société sur la base de la méthode des comparables boursiers ;
- Analyse de l'incidence de la distribution d'un dividende extraordinaire et de la mise en place de nouveaux financements dans le cadre de l'Opération ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Etablissements présentateurs ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Société :

Mme Claire Fistarol : Directeur Général

M. Olivier Jolland : Directeur Général Délégué

M. Jean-Pierre Djian et Bruno Chazeau : Président du Directoire et Secrétaire Général de CPoR
Devises

Mme Cécile Devin : Présidente Tessi Customer Marketing

Initiateur :

M. Jean-Bernard Lafonta

M. Jean-Hubert Vial

Kepler-Chevreaux

M. David Castellano : Executive Director

M. Laurent Durieux : Executive Director

Mme Sandrine Tran-Roithner : Vice President

M. Olivier Hachem : Senior Associate

Mme Anne Portelance : Analyst

Canaccord Genuity :

M. Olivier Dardel : Co-head France

M. Denis Vidalinc : Managing Director

Crédit Industriel et Commercial (CIC) :

M. Pierre Gerval : Director – Head of Equity Capital Markets - Paris

Mme Françoise Etienne : Head of Corporate Research

Mme Dominique Descours : Corporate Analyst

Duteil Avocats :

M. François Duteil

Mme Dominique Briot

Mme Charlotte Bergeon

Cabinet Bompont AARPI :

M. Dominique Bompont

Mme Mathilde Bettuzzi

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Présentation des segments d'activités	Société
Document d'analyse stratégique	Société / Bain & Company
Rapport de Due Diligences	Société / Deloitte
Comptes consolidés de la Société, comptes trimestriels et semestriels	Société
Plan d'affaires	Initiateur
Documentation relative au financement	Société / Etablissements présentateurs
Rapport d'évaluation des Etablissements présentateurs	Etablissements présentateurs
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Notes d'analystes	Thomson One
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Bloomberg / sites internet / Epsilon / Thomson One / Mergermarket

4. Calendrier de l'étude

- Contact par la Société pour travailler en amont de notre désignation : 24 mai 2016.
- Recueil de l'information requise pour évaluer la Société, entretiens avec les responsables des différentes activités de la Société, réalisation des premiers travaux d'évaluation et d'analyse du Prix d'Offre dans le but de nous forger une première opinion : du 15 juin 2014 au 5 août 2016.
- Contacts réguliers avec la Société en vue d'analyser les publications de résultat et les prévisions d'atterrissage et de mettre à jour notre modèle de valorisation dans l'attente de l'obtention des autorisations permettant de lever les conditions suspensives à la cession du Bloc : jusqu'en 12 décembre 2016.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par M. Marc Rebouah : 12 décembre 2016.
- Analyse de la documentation relative au financement de l'Offre, à la distribution du dividende extraordinaire et du refinancement de la Société et à l'incidence de ces éléments sur la continuité d'exploitation de la Société et sur sa capacité à mettre en œuvre sa stratégie de développement : du 12 décembre 2016 au 5 janvier 2017.
- Finalisation des travaux d'évaluation et rédaction du projet de rapport : du 12 décembre 2016 au 5 janvier 2017.
- Remise de la version finale de notre rapport : 12 janvier 2017.

5. Rémunération

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de Sorgem Evaluation s'établit à 115.000 euros hors taxes.

10. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (www.tessi.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Tessi 177 Cours de la Libération 38100 – GRENOBLE.

11. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Madame Claire FISTAROL, Directeur Général

Monsieur Olivier JOLLAND, Directeur Général Délégué