

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES TITRES DE LA SOCIETE

ses imagotag

INITIEE PAR

BOE

présentée par



NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE SES-IMAGOTAG



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° 18-051 en date du 20 février 2018 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société SES-imagotag et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Avis important

En application des articles 261-1 I 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 SES-imagotag (www.ses-imagotag.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

SES-imagotag
55, place Nelson Mandela
92000 Nanterre

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société SES-imagotag seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
	2.1 <i>Promesse d'achat d'actions.....</i>	4
	2.2 <i>Signature du contrat d'acquisition d'actions.....</i>	4
	2.3 <i>Levée des conditions suspensives et opérations préalables à la réalisation</i>	5
	2.4 <i>Réalisation de la cession du Bloc de Contrôle.....</i>	5
	2.5 <i>Déclaration de franchissement de seuils</i>	6
	2.6 <i>Changement de gouvernance</i>	6
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	7
	3.1 <i>Accord avec la Société relatif à la mise en œuvre de l'acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Offre</i>	7
	3.2 <i>Contrats d'investissement</i>	7
	3.3 <i>Pacte d'actionnaires.....</i>	8
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	8
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	12
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	12
7.	CONSEQUENCE DE L'OFFRE SUR LES ACTIONS ATTRIBUEES GRATUITEMENT.....	12
8.	CONSEQUENCE DE L'OFFRE SUR LES OPTIONS DE SOUSCRIPTION D' ACTIONS « STOCKS-OPTIONS ».....	12
9.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D' AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	13
	9.1 <i>Structure du capital de la Société</i>	13
	9.2 <i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....</i>	13
	9.3 <i>Participations directes et 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.....</i>	14
	9.4 <i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....</i>	14
	9.5 <i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier</i>	14
	9.6 <i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....</i>	14
	9.7 <i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....</i>	15
	9.8 <i>Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....</i>	16
	9.9 <i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société.....</i>	17
	9.10 <i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de SES-imagotag 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.....</i>	17
10.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
11.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	85
12.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	85

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, BOE Smart Retail (Hong Kong) Co., Ltd, une *limited company* soumise au droit de Hong-Kong, dont le siège social est situé Suite 3201, Jardine House, No.1 Connaught Place, Central of Hong Kong, Hong Kong, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Hong Kong sous le numéro 2570069 (l'« **Initiateur** » ou « **BOE** »), a déposé le 19 janvier 2018 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable aux autres actionnaires de la société SES-imagotag, société anonyme dont le siège social est situé 55, place Nelson Mandela, 92000 Nanterre, France, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 479 345 464 (« **SES-imagotag** » ou la « **Société** »), d'acquiescer dans les conditions décrites dans la note d'information déposée auprès de l'AMF par l'Initiateur le 19 janvier 2018 (la « **Note d'Information** »), la totalité de leurs actions SES-imagotag, au prix de 30 euros par action (l'« **Offre** »).

Les actions émises par la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé de Euronext Paris (« **Euronext** ») sous le code ISIN FR0010282822 (mnémotechnique : SESL).

L'Initiateur est une entité *ad hoc* détenue directement (i) à 80% par BOE Technology (HK) Ltd, une *limited company* soumise au droit de Hong-Kong, dont le siège social est situé 40th Floor, Jardine House, No.1 Connaught Place, Central of Hong Kong, Hong Kong (« **BOETHK** »), filiale indirectement détenue à 100% par BOE Technology Group Co., Ltd, une *limited company* soumise au droit de la République Populaire de Chine, dont le siège social est situé 10, Jiuxianqiao Road, Chaoyang District, Beijing (« **BOE Technology** ») et (ii) à 20% par SESIM, société anonyme de droit français dont le siège social est situé 3 rue du Colonel Moll, 75017 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 832 145 163 (« **SESIM** »), constituée pour les besoins de l'Offre et contrôlée (directement ou indirectement) par les managers clés de la Société et ses filiales, en ce compris Thierry Gadou, président directeur général de la Société qui est également le représentant légal de SESIM (ensemble désignés les « **Managers** »)¹.

L'Offre vise (i) la totalité des actions SES-imagotag existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des 10.106 actions auto détenues que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre (ii) ainsi que les 106.925 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre en cas d'exercice des options de souscription d'actions octroyées par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 6.386.369² actions. L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En conséquence, l'Offre porte sur un maximum de 6.386.369 actions de la Société.

L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Société Générale, en qualité d'établissement présentateur, étant précisé que Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹ Les Managers sont Thierry Gadou, Thierry Lemaître, Pierre Demoures, Thierry Pollier, Philippe Bottine, Michael Moosburger, Andreas Roessl, Michael Unmüssig, Thomas Schwartz, Statewise Limited (Scott Soong), Hsin-Ta Lee, Sébastien Fourcy, Guillaume Portier, Pascale Dubreuil, Marianne Noël, Beying Verwaltungsgesellschaft mbH, Gerald Hofer, WEGIP GmbH, Eduard Wünsch et Roy Hogan.

² Situation à la date de l'ouverture de l'Offre, sur la base du communiqué de la Société concernant les informations relatives aux droits de vote et au nombre d'actions composant le capital social en date du 31 décembre 2017, étant précisé que 110.017 actions sous-jacentes à un plan d'actions gratuites seront émises du fait de l'ouverture de l'Offre (voir la section 3.3.5 du Projet de Note d'Information).

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

L'Offre fait suite à (i) l'acquisition par l'Initiateur de 6.669.176 actions SES-imagotag (le « **Bloc de Contrôle** ») et à (ii) l'apport à l'Initiateur de 537.520 actions SES-imagotag à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-dessous) soit un total de 7.206.696 actions SES-imagotag représentant au total 53,84% du capital et des droits de vote de la Société au 31 décembre 2017.

L'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur fait suite à des discussions engagées entre l'Initiateur et la Société sur l'intérêt de leur rapprochement et la mise à disposition par la Société d'un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux procédures de data room figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée. La Société considère que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique depuis lors.

2.1 Promesse d'achat d'actions

BOE Technology a consenti, le 16 juin 2017, aux actionnaires de la Société dont la liste figure à la section 2.3.1 de la Note d'Information, une promesse d'achat d'actions portant sur 5.599.639 actions SES-imagotag représentant au total 43,04% du capital et des droits de vote de la Société, au prix de 30 EUR par action³.

Le 16 juin 2017, BOE Technology a publié un communiqué afin d'annoncer s'être engagée à procéder à l'acquisition du Bloc de Contrôle, ainsi que son intention de déposer l'Offre après la réalisation de cette acquisition (l'« **Opération** »).

Le même jour, le conseil d'administration de la Société a unanimement accueilli favorablement ce projet d'Opération. Le cabinet Sorgem Evaluation a été nommé par le conseil d'administration de la Société, en application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre à venir.

Parallèlement, la Société a mis en œuvre une procédure de consultation des instances représentatives du personnel. Celles-ci ont rendu un avis favorable sur l'Opération le 30 juin 2017.

2.2 Signature du contrat d'acquisition d'actions

Suite à l'obtention de l'avis favorable du comité d'entreprise de la Société, les bénéficiaires de la promesse unilatérale d'achat ont levé leur option et BOE Technology et les actionnaires de la Société dont la liste figure dans la Note d'Information (voir le tableau de la section 2.3.2 de la Note d'Information) (les « **Vendeurs** ») ont conclu un contrat d'acquisition d'actions et à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-dessous), un acte réitératif (le contrat d'acquisition et l'acte réitératif ensemble ci-après « **Contrat d'Acquisition** »). Par courrier en date du 25 septembre 2017, BOE Technology s'est substitué l'Initiateur en qualité d'acheteur du Bloc de Contrôle dans les conditions prévues au Contrat d'Acquisition. Le Contrat d'Acquisition prévoit :

- ✓ l'acquisition par l'Initiateur, de 6.669.176 actions SES-imagotag au prix de 30 EUR par action ;

³ Il est ici précisé que (i) Phison Capital et certains fonds gérés par Sycomore Asset Management, n'étaient pas partie à la promesse unilatérale d'achat consentie par BOE Technology sur les actions de la Société, lesdits Vendeurs s'étant toutefois engagés à vendre 1.070.000 actions à BOE Technology aux conditions prévues dans le Contrat d'Acquisition dans l'hypothèse où la promesse d'achat susvisée serait exercée et que (ii) 463 actions détenues par un des Autres Managers de la Société n'ont, pour des problèmes d'ordre technique, pas pu être acquises par l'Initiateur.

- ✓ L'apport par les Managers (via SESIM) à l'Initiateur de 537.520 actions SES-imagotag valorisées à 30 EUR par action (voir la section 2.9.1 de la Note d'Information pour plus d'informations) ; et
- ✓ La conclusion au plus tard à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-dessous), entre les titulaires d'actions gratuites SES-imagotag (en ce compris les 425.531 actions attribuées à certains des Managers) et l'Initiateur, de promesses croisées de vente et d'achat portant sur les actions SES-imagotag attribuées gratuitement (au sens de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce) par la Société aux salariés et mandataires sociaux de la Société et ses filiales se trouvant en période d'acquisition ou de conservation, avec un prix d'exercice par action plafonné à 30 EUR (voir la section 2.9.3 de la Note d'Information pour plus d'informations) ; étant précisé que lesdites actions SES-imagotag attribuées gratuitement aux Managers (i) sont soumises à une période dite de conservation au cours de laquelle lesdites actions seront inaccessibles par les Managers (ii) font l'objet par certains d'entre eux d'un nantissement garantissant tout ou partie des emprunts bancaires qu'ils ont contractés pour financer leur réinvestissement en numéraire dans SESIM et (iii) pourront faire l'objet, à l'issue de la période de conservation et au choix des Managers, d'un apport en nature à SESIM (en lieu et place de l'exercice de la promesse d'achat qui lui est consentie).

Soit (i) l'acquisition par, ou l'apport à, l'Initiateur à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-dessous) de 7.206.696 actions SES-imagotag représentant au total 53,84% du capital et des droits de vote de la Société au 31 décembre 2017 et (ii) à terme, du fait de la conclusion par l'Initiateur des promesses croisées de vente et d'achat susmentionnées, d'un maximum de 7.632.227 actions SES-imagotag.

2.3 Levée des conditions suspensives et opérations préalables à la réalisation

Le 14 août 2017, le *Bundeskartellamt*, l'autorité allemande de contrôle des concentrations, a notifié à BOE Technology son accord quant à la réalisation de l'Opération.

Le 25 septembre 2017, BOE Technology a, conformément aux dispositions du contrat d'acquisition d'actions, notifié aux Vendeurs que l'Initiateur se substituait à lui dans l'ensemble de ses droits et obligations au titre du Contrat d'Acquisition.

Le 29 novembre 2017, la Commission des investissements du Ministère des Affaires Économiques de Taiwan a autorisé l'acquisition par BOE Technology du contrôle de la Société, et indirectement de sa filiale taiwanaise Pervasive Displays Inc.

Le 29 novembre 2017, la Commission Nationale pour le Développement et la Réforme de la République Populaire de Chine a autorisé l'acquisition par BOE Technology du contrôle de la Société.

Le 30 novembre 2017, le Ministre du Commerce de la République Populaire de Chine a également autorisé l'opération.

Le 16 novembre 2017, BOETHK et SESIM ont conclu un contrat d'investissement, organisant notamment les modalités de l'apport par SESIM (i) de 537.520 actions SES-imagotag à l'Initiateur représentant une valeur d'apport de 16,1 millions d'euros et (ii) d'un montant en numéraire d'environ 17,9 millions d'euros par voie de souscription au capital de l'Initiateur (voir sections 2.9.1 et 2.9.2 de la Note d'Information pour plus d'informations).

2.4 Réalisation de la cession du Bloc de Contrôle

Le 20 décembre 2017 (la « **Date de Réalisation** »), l'Initiateur et les Vendeurs ont conclu des actes réitératifs entérinant l'acquisition, par l'Initiateur, de 6.669.176 actions SES-imagotag au prix de 30 EUR par action.

SESIM a apporté en nature à l'Initiateur 537.520 actions de SES-imagotag valorisées 30 EUR par action.

A la Date de Réalisation, Chequers Capital XV et Pechel Industries III ont confirmé la résiliation du pacte d'actionnaires qui régissait jusqu'ici leurs rapports.

Enfin, l'Initiateur et certains Managers ont conclu à la Date de Réalisation des promesses croisées de vente et d'achat (voir section 2.9.3 de la Note d'Information pour plus d'informations). Les signataires de ces promesses croisées ont depuis conclu un avenant afin de résilier lesdites promesses, de sorte qu'il n'existe plus de promesses entre l'Initiateur et les bénéficiaires d'actions gratuites.

L'acquisition par l'Initiateur, et indirectement BOE Technology, du Bloc de Contrôle était notamment conditionnée à un important réinvestissement de l'équipe managériale de SES-imagotag aux côtés de BOE Technology, comprenant un apport en nature à l'Initiateur de 537.520 actions de la Société représentant 16,1 millions d'euros et environ 4% de son capital et un investissement complémentaire en numéraire d'environ 17,9 millions d'euros au capital de l'Initiateur de la part de SESIM une société détenue à environ 82% par les Managers. Au total, l'investissement de SESIM s'élève à 34 millions d'euros.

Ce rapprochement est donc soutenu très fortement par l'équipe managériale de SES-imagotag qui réinvestit au travers de SESIM environ 29 millions d'euros en actions et en numéraire, soit un montant proche de la valeur de sa participation au capital de SES-imagotag avant l'Opération, et devient un actionnaire minoritaire significatif de l'Initiateur aux côtés de BOE Technology. L'équipe managériale s'est également engagée à conserver les actions qu'elle détient indirectement (via SESIM) dans l'Initiateur pendant cinq ans suivant la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

A la suite de la réception du rapport de Sorgem Evaluation sur les conditions financières de l'Offre, et postérieurement à la survenance des opérations décrites à l'article 2.6 ci-après, le conseil d'administration de la Société a unanimement décidé le 21 décembre 2017 que l'Offre était conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et a recommandé l'Offre aux actionnaires de la Société puisqu'elle représente pour ceux qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre, une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix considéré comme équitable par l'expert indépendant, et pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital de la Société, de bénéficier des perspectives de développement de la Société telles que présentées par l'Initiateur dans la Note d'Information.

2.5 Déclaration de franchissement de seuils

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 9.4 des statuts de la Société, l'Initiateur, agissant de concert avec BOE Technology et SESIM, a procédé aux déclarations de franchissement de seuil suivantes :

- ✓ Le 22 décembre 2017, déclaration auprès de l'AMF de franchissement de tous les seuils compris entre 5 et 50% ; et
- ✓ Le 22 décembre 2017, déclaration auprès de la Société de franchissement de tous les seuils compris entre 1 et 56%.

2.6 Changement de gouvernance

A la Date de Réalisation, M. Jérôme KINAS et Pechel Industries III (représentée par Madame Hélène PLOIX) ont démissionné de leur mandat respectif d'administrateur au conseil d'administration de SES-imagotag. Le conseil d'administration a coopté Madame Xiangshun YIN et Monsieur Xiangjun YAO en remplacement. Madame Xiangshun YIN a été nommée comme membre du Comité des comptes de la Société et Monsieur Xiangjun YAO a été nommé comme membre du Comité des nominations et des rémunérations. La présidence du Comité des nominations et des rémunérations a été confiée à M. Renaud VAILLANT, administrateur indépendant.

Monsieur Bertrand HAINGUERLOT a également démissionné à la Date de Réalisation de ses fonctions de censeur au sein du Conseil d'administration.

Le 6 février 2018, l'assemblée générale de la Société a ratifié ces cooptations et a nommé Monsieur Feng BAI, Madame Fangqi YE, Monsieur Xingqua JIANG et Madame Hélène POIX en tant que nouveaux administrateurs de la société.

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 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.

Il est rappelé qu'à la Date de Réalisation, Chequers Capital XV et Pechel Industries III ont confirmé la résiliation du pacte d'actionnaires conclu le 26 mai 2009 (dont les principales stipulations sont précisées dans le rapport annuel de la Société p.94) qui régissait jusqu'ici leurs rapports.

3.1 Accord avec la Société relatif à la mise en œuvre de l'acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Offre

Le 16 juin 2017, la Société et BOE Technology ont conclu un accord aux termes duquel elles se sont engagées à coopérer en relation avec la mise en œuvre de l'acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Offre. Cet accord prévoit notamment les engagements suivants :

- la Société devra être gérée dans le cadre de la conduite normale des affaires et faire ses meilleurs efforts pour maintenir ses relations avec ses partenaires, cet engagement étant assorti de règles spécifiques en cas d'opérations significatives ;
- la Société coopèrera avec l'Initiateur dans le cadre de la satisfaction des conditions suspensives à l'acquisition du Bloc de Contrôle, notamment s'agissant des autorisations réglementaires requises, et entreprendra les démarches nécessaires en vue d'obtenir la renonciation de la part des prêteurs concernés au bénéfice des clauses leur permettant de demander le remboursement de leurs encours à l'égard de la Société, sans toutefois que l'obtention de ces renoncations soit une condition suspensive de l'acquisition du Bloc de Contrôle ;
- sous réserve de la loi et de réglementation applicable, la Société s'est engagée à ne pas solliciter ou encourager des offres concurrentes à celle de l'Initiateur et à coopérer en vue de la préparation de l'Offre et de la documentation y afférente ;
- le contrat de liquidité de la Société devra être suspendu à compter de l'annonce du projet d'opération ; et
- la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues.

3.2 Contrats d'investissement

L'Initiateur a indiqué, à la section 2.9.1 de la Note d'Information, la conclusion entre BOETHK et SESIM le 16 novembre 2017 d'un contrat d'investissement aux fins d'organiser les modalités de l'apport à l'Initiateur :

- par BOETHK de la somme en numéraire de 136.000.000 EUR ; et
- via SESIM, par les Managers et BNP Paribas Développement S.A., société anonyme dont le siège social est situé 20, rue Chauchat, 75009 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 348 540 592 (« **BNP Paribas Développement** »), co-investisseur minoritaire des Managers dans SESIM à hauteur de 17,17% (i) de 537.520 actions SES-imagotag valorisées à 30 EUR par action soit une valeur d'apport de 16.125.600

EUR et (ii) de la somme de 17.874.400⁴ EUR, soit un investissement total de 34.000.000 EUR.

Les sommes apportées en cash ont permis pour partie de financer l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Le contrat d'investissement a également organisé les modalités de la recherche et de la conclusion des financements nécessaires à l'Opération. A titre provisoire, et dans l'attente d'un refinancement bancaire de l'Initiateur qui pourrait intervenir au premier semestre 2018, BOETHK (i) a consenti un prêt d'un montant de 279.000.000 EUR à l'Initiateur et (ii) s'est engagée à consentir de nouveaux prêts à l'Initiateur afin de permettre à ce dernier (x) de payer les intérêts dus au titre des prêts qui lui ont été consentis et (y) de rembourser, à l'échéance, le capital emprunté auprès d'établissements (voir la section 2.9.1 de la Note d'Information pour plus d'informations).

3.3 Pacte d'actionnaires

BOETHK et SESIM ont conclu un pacte d'actionnaires le 18 décembre 2017 aux fins d'organiser leurs relations en tant qu'actionnaires de l'Initiateur. Les principaux termes du pacte d'actionnaires figurent à la section 2.9.2 de la Note d'Information déposée par l'Initiateur.

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

Préalablement à la réunion du Conseil d'administration, les membres du Conseil d'administration ont reçu les documents suivants :

- le communiqué de presse publié le 20 décembre par l'Initiateur annonçant l'Achat de Bloc et les principales caractéristiques de l'Offre à venir;
- le projet de note d'information de l'Initiateur contenant les motifs et les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par Société Générale ;
- le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et 4° du règlement général de l'AMF ; le rapport de l'expert indépendant en date du 15 janvier 2018 est reproduit à la section 10 de la présente note en réponse.

Il est rappelé qu'afin de permettre au Conseil d'administration d'accomplir diligemment sa mission d'analyse de l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'Offre, le Conseil d'administration réuni le 27 avril 2017 avait décidé la constitution d'un comité ad-hoc composé des membres indépendants du Conseil, à savoir Madame Candace JOHNSON et Monsieur Renaud VAILLANT. Ce comité ad-hoc a échangé à plusieurs reprises avec l'expert indépendant sur la base de versions préliminaires de son rapport. Il a également pu prendre connaissance du projet de note d'information préparée par l'Initiateur et préparer, avec l'appui d'un cabinet d'avocats, le projet d'avis motivé de la Société sur l'offre pour soumission au Conseil d'administration.

Conformément à l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration est appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et salariés.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres présents du Conseil d'administration, les administrateurs nommés sur proposition de l'Initiateur ainsi que Thierry GADOU, se rangeant à l'avis exprimé par les administrateurs indépendants :

⁴ L'investissement des Managers a été pour partie financé au moyen de prêts personnels qu'ils ont contractés auprès de banques ou de certains vendeurs à des conditions de marché.

« Le Président présente au Conseil d'administration le projet de note d'information de l'Initiateur qui sera déposé auprès de l'AMF au début du mois de janvier 2018 par Société Générale en sa qualité d'établissement présentateur (la « **Note d'Information** »).

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 30 euros par action. Le Conseil d'administration relève que l'Initiateur a indiqué, dans la Note d'Information, que le financement des sommes dues par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sera assuré par ses fonds propres, étant précisé que des discussions quant à un refinancement de tout ou partie du coût de l'acquisition par une ou plusieurs banques chinoises sont en cours.

Le Président rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Maurice Nussenbaum, a été désigné, à l'unanimité, en qualité d'expert indépendant, par le Conseil d'administration lors de sa séance du 27 avril 2017.

Le Président indique que l'expert indépendant a été mis en mesure de discuter avec les membres du Conseil d'administration qui le souhaitent.

Le Président indique également que l'expert indépendant a remis au Conseil d'administration son rapport d'évaluation, et invite Monsieur Maurice Nussenbaum 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, susceptibles 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 :

« Dans ce contexte, nos analyses font ressortir que le Prix d'Offre est cohérent avec l'appréciation que nous pouvons avoir de la valeur de la Société, en tenant compte de la marge d'incertitude caractérisant cette valeur du fait du stade de développement encore limité du marché sur lequel la Société évolue. Les actionnaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre demeureront investis sur une valeur de croissance et seront soumis à l'aléa de développement de la Société sur un marché encore en devenir, et bénéficieront cependant du soutien d'un grand groupe chinois.

Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à considérer que l'Offre, qui revêt un caractère facultatif, est équitable pour les actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité sur leur investissement, le prix s'inscrivant dans la fourchette de valeur déterminée dans nos travaux d'évaluation. Nous considérons donc que le prix de 30,0€ par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société. »

Un débat s'instaure entre les participants à la présente réunion.

Les administrateurs nommés sur proposition de l'Initiateur ainsi que Thierry GADOU ont choisi de ne pas s'exprimer et de laisser les autres administrateurs échanger sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les administrateurs nommés sur proposition de l'Initiateur ainsi que Monsieur Thierry GADOU indiquent qu'ils se rangeront à l'avis exprimé par les administrateurs indépendants.

Après avoir entendu le compte-rendu des travaux du comité ad hoc et à la suite de ces échanges, au vu des différents documents transmis, et sous réserve notamment que la

note d'information finale qui sera déposée par l'Initiateur auprès de l'AMF ne présente pas de modification significative par rapport au projet qui a été présenté ce jour au Conseil d'administration, le Conseil d'administration relève et constate, à l'unanimité des membres présents, représentés et votants, que :

- a. par référence aux cours de bourse de la Société avant l'annonce de l'Achat du Bloc (soit au 16 juin 2017) et selon la durée du calcul des moyennes pondérées des cours, le prix proposé de 30 euros par action offert aux actionnaires de la Société fait ressortir une décote atteignant au maximum à -4,1% (par rapport au cours à 20 jours et 1 mois) et une prime maximum à 9,1% (par rapport à la moyenne un an). A la suite de l'annonce de l'Achat du Bloc, le cours de la Société a évolué à un niveau proche du prix d'offre et à ce jour n'a pas montré d'écarts significatifs avec le prix d'offre ;
- b. les travaux de l'expert indépendant font ressortir une valeur des fonds propres⁵ de la Société comprise dans une fourchette allant, après ajustements de 331,6M€ à 438,4M€, soit une valeur par action s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 24,6€ et 32,6€, avec une valeur centrale de 28,3€ ;
- c. le prix de l'Offre se compare favorablement aux différents critères de valorisation retenus par Société Générale, dans la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre telle que reproduite dans le projet de note d'information ;
- d. le rapport de l'expert indépendant conclut que le prix proposé de 30 euros est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre et que les accords connexes ne remettent pas en cause l'équité du Prix d'Offre ;
- e. chaque actionnaire demeure libre d'apporter ou non ses titres à l'Offre ;
- f. l'équipe managériale de SES-imagotag a procédé à un important réinvestissement aux côtés de BOE Technology, actionnaire majoritaire de l'Initiateur, et a ainsi marqué son soutien au rapprochement entre les deux groupes ;
- g. s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière de gouvernance, l'Initiateur indique que le Conseil d'administration sera constitué de 9 membres dont un minimum de 3 membres seront indépendants ;
- h. l'Initiateur a indiqué qu'il n'envisageait pas à ce stade de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et qu'il entendait également maintenir un niveau de flottant élevé et une liquidité importante du titre ;
- i. l'Initiateur entend maintenir et renforcer la direction générale de la Société dans la continuité ;
- j. s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière d'emploi et de management, l'Initiateur est conscient que le capital humain de la Société est le premier acteur de son succès et entend tout faire pour le préserver ;
- k. s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière de stratégie et de développement, la réalisation de l'Offre présente un intérêt stratégique et industriel majeur pour la Société dans la mesure où :

⁵ Valeur des fonds propres ressortant, sur la base du rapport de l'expert en date du 15 janvier 2018, entre 334,7M€ et 441,6M€, soit une valeur par action s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 24,7€ et 32,6€, avec une valeur centrale de 28,3€.

- l'Offre s'inscrit dans le plan de développement « Leapfrog 2017-2020 » mis en place par la Société et pour lequel l'Initiateur a indiqué qu'il partageait la vision et les ambitions de la croissance rentable de la Société;
- l'indépendance de la Société reste préservée même si des synergies pourraient être développées avec le nouvel actionnaire notamment pour le développement en Asie ou sur le plan industriel ; et
- la réalisation de l'Offre permettra à la Société de recomposer son actionnariat autour d'un actionnaire de référence, lui permettant d'accélérer son projet de développement international, notamment en Asie.

I. l'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société, n'a pas d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et est dans la continuité de la politique sociale de la Société.

Dès lors, au vu de ces éléments, des objectifs et des intentions déclarés par l'Initiateur et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, à l'unanimité des membres, en ce compris les membres indépendants, les administrateurs nommés sur proposition de l'Initiateur ainsi que le Président Directeur Général se rangeant à l'avis exprimé par les administrateurs indépendants, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, en estimant que l'Offre :

- (i) présente un caractère amical ;
- (ii) est soutenue par le management de la Société qui estime qu'elle présente un intérêt stratégique et industriel majeur ;
- (iii) est conforme aux intérêts de la Société, puisqu'elle lui permettra d'être accompagnée et soutenue par l'Initiateur dans son développement et sa stratégie ; et,
- (iv) est conforme aux intérêts de ses actionnaires, puisqu'elle représente pour ceux qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre, une opportunité de liquidité immédiate à un prix considéré comme équitable par l'expert indépendant, et pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital de la Société, de bénéficier de ses perspectives de développement telles que présentées par l'Initiateur dans la Note d'Information.

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 :

Les administrateurs indiquent qu'ils n'ont pas l'intention d'apporter à l'Offre les actions de la Société qu'ils détiennent ou qu'ils pourraient détenir.

En outre, le Conseil d'administration décide que les actions auto-détenues à ce jour par la Société ne seront pas apportées à l'Offre, dans la mesure où elles sont principalement affectées à la gestion du contrat de liquidité que la Société entend maintenir en place à l'issue de l'Offre.

Enfin, le Conseil d'administration prend acte que, dès dépôt de l'Offre par l'Initiateur auprès de l'AMF et publication par l'Initiateur du communiqué prévu à l'Article 231-6 du règlement général de l'AMF, la Société devra finaliser et déposer le projet de note en réponse, lequel inclura notamment le rapport de l'expert indépendant et l'avis motivé du Conseil d'administration relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. »

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Les administrateurs de la Société à la date de la présente note en réponse indiquent qu'ils n'ont pas l'intention d'apporter à l'Offre les actions de la Société qu'ils détiennent ou qu'ils pourraient détenir.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Au 31 décembre 2017, 10.106 actions SES-imagotag étaient auto-détenues au titre du contrat de liquidité conclu avec la société Gilbert Dupont. Ce dernier a été suspendu par la Société depuis l'annonce par BOETHK de l'opération. Le Conseil d'administration a décidé que la Société n'apportera pas à l'Offre les 10.106 actions auto-détenues par la Société.

7. CONSEQUENCE DE L'OFFRE SUR LES ACTIONS ATTRIBUEES GRATUITEMENT

Au 31 décembre 2016, 526.959 actions à émettre avaient été attribuées gratuitement (au sens de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce) à certains dirigeants et salariés (en ce compris les 425.531 actions attribuées à certains des Managers). Aucune nouvelle action n'a été attribuée gratuitement depuis cette date.

Le 21 février 2017, le conseil d'administration de la Société a constaté (i) l'attribution définitive à cette même date de 100.014 de ces actions (sous réserve de respect de l'engagement de conservation applicable) et (ii) la caducité de 8.428 d'entre elles et (iii) l'acquisition au 1er avril 2017 de 10.000 actions gratuites. A la date d'ouverture de l'Offre, 10.000 d'entre elles sont soumises à une période de conservation.

Le 10 mars 2017, le Conseil d'administration de la Société a décidé l'attribution de 5.000 actions gratuites relevant du plan Leapfrog. Le Conseil d'administration de la Société a également constaté la caducité de 6.000 actions gratuites.

Le 21 décembre 2017, le Conseil d'administration de SES Imagotag a constaté que :

- l'intégralité des actions gratuites relevant du plan Leapfrog, soit 297.500 actions a été définitivement acquise par les bénéficiaires, conformément au plan, du fait de la recommandation de l'Offre, étant toutefois précisé que seules 228.000 actions ont été en conséquence émises à cette date (ces actions gratuites seront soumises à une période de conservation d'un an – soit jusqu'au 21 décembre 2018 pour 80.000 actions et jusqu'au 22 décembre 2018 pour 148.000 actions) et que les 69.500 actions restantes seront émises, pour 64.500 d'entre elles, le 22 décembre 2018 et, pour le solde de 5.000 actions, le 10 mars 2019 sans engagement de conservation ;
- l'intégralité des actions gratuites relevant du plan « i3 » encore en circulation soit 110.017 sera définitivement acquise par les bénéficiaires et émise, conformément au plan, à la date de l'ouverture de l'Offre. Parmi ce plan 100.017 actions sont acquises sans période de conservation. Pour 10.000 autres actions issues de ce plan, la période de conservation expire le 1er avril 2018.

Le détail des actions gratuites attribuées figure à la section 3.3.3 de la Note d'Information.

8. CONSEQUENCE DE L'OFFRE SUR LES OPTIONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS « STOCKS-OPTIONS »

Au 31 décembre 2017, 106.925 options de souscription d'actions avaient été attribuées par la Société et n'avaient pas encore été exercées par leurs bénéficiaires. Aucune nouvelle stock-option n'a été attribuée depuis cette date.

L'Offre vise donc les actions qui seraient émises en cas d'exercice de ces options de souscription, soit un nombre maximum de 106.925 actions.

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

9.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de SES-imagotag, d'un montant de 26.772.458 euros, est divisé en 13.386.229 actions, d'une valeur nominale de 2 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société, à la date du dépôt du projet d'Offre, le capital et les droits de vote de SES-imagotag étaient répartis comme suit :

Capital social et droits de vote de SES-Imagotag après la cession du Bloc de Contrôle à la date du dépôt du projet d'Offre*		
Actionnaire	Actions / Droits de vote**	Actions / Droits de vote en %
Initiateur***	7.206.696	53,84%
Sous-total Initiateur	7.206.696	53,84%
Phison Capital	178.469	1,33%
Sycomore Asset Management	300.451	2,24%
Sous-total Vendeurs Investisseurs Financiers	478.920	3,58%
Thierry Gadou	149.534	1,12%
Autres Managers	227.921	1,70%
Sous-total Vendeurs Managers	377.455	2,82%
Sous-total Actionnaires parties à l'Opération autres que l'Initiateur	856.375	6,40%
Autres actionnaires	5.323.158	39,77%
Total	13.386.229	100,00%

(*) Sont exclues de la présente table de capitalisation (i) les 110.017 actions attribuées gratuitement (au sens de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce) qui sont en période d'acquisition et (ii) les 106.925 stock-options attribuées par la Société au 31 décembre 2017, les actions issues de ces attributions et stock-options n'ayant pas encore été émises.

(**) Conformément aux dispositions de 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 droit de vote.

(***) Dont 6.669.176 actions cédées par les Vendeurs et 537.520 actions apportées par les Managers dans le cadre de leur réinvestissement via SESIM.

À la connaissance de la Société, hormis les titres mentionnés aux sections 7 et 8 de la présente note, il n'existe actuellement aucun titre de participation ou d'instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Récapitulatif des actions pouvant être apportées à l'Offre (tableau à jour à la date de l'ouverture de l'Offre)		
Type d'actions		Nombre d'actions
L'offre vise l'ensemble des actions ordinaires de la Société	soit	13.496.246
(-) les actions acquises par l'Initiateur	soit	7.206.696
(-) les actions auto-détenues	soit	10.106
(+) les actions nouvelles susceptibles d'être émises du fait de l'exercice de stock-options encore en circulation	soit	106.925
Total		6.386.369

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

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société.

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.

Par ailleurs, l'article 9.4 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir, directement ou indirectement au travers d'une ou plusieurs sociétés qu'elle contrôle majoritairement, un pourcentage de participation supérieur ou égal à 1% du capital social et/ou des droits de vote ou un multiple de ce pourcentage est tenue d'informer la Société du nombre total d'actions et de droits de vote et de titres donnant accès au capital ou aux droits de vote qu'elle possède, dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement du ou desdits seuils, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée à son siège social.

A défaut d'avoir été déclarés dans les conditions ci-dessus énoncées, les actions ou les droits de vote excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privés 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 1% du capital en font la demande consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale.

Les dispositions ci-dessus s'appliquent sans préjudice des déclarations de franchissement de seuils prévues par des dispositions légales ou réglementaires en vigueur.

9.3 Participations directes et 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

Outre ceux mentionnés dans le tableau de répartition du capital figurant en section 8.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce d'autres actionnaires détenant plus de 1% de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente note en réponse.

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

Les actions émises par la Société donnent droit au vote et à la représentation dans les assemblées générales d'actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

L'article 9.3 des statuts de la Société précise qu'aux termes de la 18^{ème} résolution de l'assemblée générale extraordinaire en date du 21 mai 2014, il a été décidé de ne pas conférer de droit de vote double tel qu'institué par la loi 2014-384 du 29 mars 2014 aux titulaires d'actions visés à l'article L.225-123 alinéa 3 du Code de commerce.

Aucune action ne comporte de droits de contrôles spéciaux.

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

Non applicable.

9.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Le 20 décembre 2017, Chequers Capital XV et Pechel Industries III ont confirmé la résiliation du pacte d'actionnaires conclu le 26 mai 2009 (dont les principales stipulations sont précisées dans le rapport annuel de la Société p.94) qui régissait jusqu'ici leurs rapports.

A l'exception des accords décrits aux sections 2.3.2, 2.3.3 et 2.9 de la Note d'Information, la Société n'a connaissance 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.

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

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.

Par ailleurs, l'assemblée générale extraordinaire du 23 juin 2017 (24^{ème} résolution) a voté la suppression de l'obligation pour les administrateurs de détenir une action de la Société.

9.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose à ce jour des autorisations ou délégations suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires, en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de l'autorisation	Date de l'AG	Durée /Date d'expiration	Montant maximum de l'autorisation	Utilisation par le Conseil d'Administration
Autorisation de réduire le capital social conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce	AGE 23/06/2017 19 ^{ème} résolution	18 mois soit jusqu'au 23/12/2018	10 % du capital social par période de 24 mois	Néant
Autorisation de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions	AGO 23/06/2017 7 ^{ème} résolution	18 mois soit jusqu'au 23/12/2018	Jusqu'à 10% du nombre d'actions composant le capital social de la Société à tout moment et jusqu'à 5% en cas de conservation ou de leur remise ultérieure en paiement ou échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission, d'apport ou d'une attribution gratuite d'actions <u>Montant maximal</u> : 10 000 000 € <u>Prix unitaire maximum</u> : 150 % du dernier cours de bourse des actions au jour de l'utilisation par le CA de l'autorisation	Le 23 juin 2017, le Conseil d'administration a autorisé le Président-Directeur Général à renouveler ou conclure tout nouveau contrat de liquidité.
Augmentation de capital par l'émission d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des salariés adhérents d'un plan d'épargne entreprise	AGE 23/06/2017 22 ^{ème} résolution	26 mois soit jusqu'au 23/08/2019	<u>Montant nominal maximal</u> : 750.000€ <u>Prix unitaire maximum</u> : (i) ne pourra être supérieur à la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédentes le jour de la décision fixant la date d'ouverture de la souscription, (ii) ni inférieur de plus de 20% à cette moyenne.	Néant
Autorisation consentie au Conseil d'Administration à l'effet d'attribuer gratuitement des actions, assorties de conditions de performance au profit d'un ou plusieurs salariés et/ou dirigeants mandataires sociaux	AGE 30/11/2016 5 ^{ème} résolution	26 mois soit jusqu'au 30/01/2019	3% du nombre d'actions composant le capital de la Société au jour de leur attribution par le CA	Le 30 novembre 2016, le Conseil d'administration a décidé d'attribuer des actions gratuites au Président-Directeur général dans la limite de 80 000 actions et la majorité des AGA aux salariés fortement contributeurs. Le 22 décembre 2016, le Conseil d'administration a décidé, l'attribution gratuite de 218 500 actions ordinaires au bénéfice des salariés. Le 10 mars 2017, le Conseil d'administration a décidé l'attribution de 5.000 actions gratuites. Le Conseil d'administration a également constaté la caducité de 6.000 actions gratuites. Au total 297.500 actions gratuites ont donc été définitivement attribuées en application de ce plan, représentant 2,22% du capital émis de la Société au 31 décembre 2017.
	AGE 16/12/2015 1 ^{ère} résolution (En substitution des actions gratuites autorisées par l'AGE du 1/03/2012, sans dilution supplémentaire)	26 mois soit jusqu'au 15/02/2018	2% du nombre d'actions composant le capital de la Société au jour de leur attribution par le CA	Le 16 décembre 2015, le Conseil d'administration a décidé d'attribuer un total de 208 459 actions gratuites aux membres du Comité exécutif et au Président. Le 11 mars 2016, le Conseil d'administration, a décidé de procéder, à compter du 1er avril 2016, à une nouvelle attribution de 20 000 actions gratuites à deux nouveaux membres du comité exécutif et a constaté la caducité de 8.428 actions gratuites. Au total 220.031 actions gratuites ont donc été définitivement attribuées en application de ce plan, représentant 1,64% du capital émis de la Société au 31 décembre 2017.

9.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

Les modalités des obligations "Euro PP" d'un montant de 40 millions d'euros émises en deux tranches en décembre 2016 et mars 2017 (les « **Obligations** ») prévoient le remboursement anticipé des Obligations, au gré de chaque porteur, en cas de changement de contrôle de la Société (art. 5.3) (comme indiqué dans le rapport annuel de la Société p 99). La majorité des porteurs détenant des Obligations (à hauteur de 25 millions d'euros) ont renoncé à leur faculté de demander le remboursement anticipé des Obligations dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle. Un porteur détenant des Obligations à hauteur de 15 millions d'euros a cédé les Obligations qu'il détient à un tiers, qui a indiqué à la Société qu'il n'envisageait pas de demander le remboursement anticipé des Obligations dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

De la même façon, certaines lignes de crédit consenties à la Société (comme indiqué dans le rapport annuel de la Société p 157), notamment par Société Générale, BNP Paribas et BPI, comportent également des clauses de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de la Société, clauses auxquelles les prêteurs susvisés ont accepté de renoncer dans le contexte du changement de contrôle résultant de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Enfin il est également rappelé que les engagements de conservation contractuels souscrits à l'égard de la Société par les vendeurs (autres que les Managers qui ont participé à l'acquisition du Bloc de Contrôle) au titre des acquisitions de Findbox GmbH et de Pervasive Displays Inc., réalisées respectivement par la Société en novembre 2016 et février 2017, seront automatiquement levés conformément aux termes convenus lors desdites acquisitions, lors de l'ouverture de l'Offre, les vendeurs concernés pouvant ainsi apporter leurs actions à l'Offre.

9.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de SES-imagotag 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

Comme indiqué dans le rapport annuel de la Société (p. 99 à 101), Monsieur Thierry GADOU (i) bénéficie d'une indemnité contractuelle de départ dont les modalités et conditions ont été approuvées par l'assemblée générale de la Société le 1er mars 2012 en cas de cessation de ses fonctions de Directeur général et (ii) est tenu également par un engagement de non-concurrence rémunéré.

Cette clause de non-concurrence est limitée à une durée d'un an courant à compter de la fin de son mandat de Directeur général de la Société. A l'issue de cette période d'un an, SES-imagotag pourrait renouveler cette interdiction pour une même durée d'une année. En contrepartie de l'obligation de non-concurrence, Monsieur Thierry GADOU percevra après la cessation effective du mandat de Directeur général de SES-imagotag et pendant toute la durée de cette interdiction, une indemnité spéciale forfaitaire mensuelle dont le montant brut serait égal à 50% de sa rémunération fixe mensuelle brute.

Il n'existe au sein de la Société aucun autre accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les titres de la Société.

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



ATTESTATION D'EQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA
SOCIETE SES-IMAGOTAG

Paris, le 15 janvier 2018

*Consultation réalisée à la demande
du Conseil d'Administration de SES-Imagotag*

Sommaire

LIMINAIRE	4
I. PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre	5
2. Présentation de la Société cible de l'Offre	5
3. Présentation des motifs et termes de l'Offre	6
4. Définition du caractère équitable de l'Offre	6
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	8
1. Présentation de Sorgem Evaluation	8
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission	9
3. Déclaration d'indépendance	9
4. Réserves	10
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE	11
1. Analyse du marché de la Société	11
1.1 Un marché encore émergent et très prometteur	11
1.2 Une concurrence qui s'intensifie	12
2. Métier et positionnement de la Société	15
2.1 Le leader du marché de l'étiquetage électronique	15
2.2 Un positionnement hautement technologique	16
2.2.1. Une offre haut-de-gamme	16
2.2.2. Une stratégie axée sur l'investissement en R&D	17
2.2.3. Une R&D alimentée par la croissance externe	17
2.3 Des opportunités à l'international et dans le non-alimentaire	19
2.3.1. Une forte internationalisation appelée à s'étendre au-delà de l'Europe	19
2.3.2. Un vivier de croissance important dans le non-alimentaire	20
3. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces	21
4. Principales caractéristiques financières de la Société	22
4.1 Une forte croissance des revenus	22
4.2 Une rentabilité limitée mais un levier opérationnel important	23
4.3 Une croissance consommatrice de trésorerie	24
4.4 Une structure financière saine malgré d'importants investissements	26
IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	27
1. Méthodes et références écartées	27
1.1 Méthode des multiples boursiers	27
1.2 Méthode des transactions comparables	28
1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes	28
1.4 Méthode de l'actif net réévalué	28
2. Référence aux transactions récentes sur le capital	29
3. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)	30
3.1 Principe	30
3.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	30
3.2.1. Nombre de titres pris en compte	30

3.2.2.	Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres	31
3.3	Présentation des prévisions retenues	34
3.3.1.	Sources d'informations utilisées	34
3.3.2.	Synthèse des hypothèses structurantes	34
3.3.3.	Prise en compte des synergies avec BOE Technology	35
3.3.4.	Commentaires sur l'atterrissage 2017	36
3.3.5.	Période 2018-2020	37
3.3.6.	Extrapolation 2021-2026 et hypothèses normatives	38
3.4	Détermination du taux d'actualisation	39
3.4.1.	Principe de détermination du taux	39
3.4.2.	Taux sans risque	39
3.4.3.	Prime de risque pays	40
3.4.4.	Bêta.....	40
3.4.5.	Prime de risque marché	41
3.4.6.	Prime de taille	42
3.4.7.	Taux d'actualisation retenu.....	43
3.5	Conclusion sur la valeur	44
4.	Référence aux objectifs de cours des analystes	45
5.	Référence au cours de bourse	45
5.1	Analyse de la liquidité	46
5.2	Référence au cours de bourse avant l'annonce de l'Offre	47
5.3	Evolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'Offre	50
6.	Synthèse de nos travaux de valorisation	51
V.	ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE	53
1.1	Liquidité des actions gratuites	53
1.2	Analyse des modalités de réinvestissement accordées aux dirigeants actionnaires.....	54
1.3	Financement de certains dirigeants	56
VI.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	57
1.	Mise en œuvre de la méthode l'actualisation des flux de trésorerie.....	57
2.	Approche par les comparables boursiers	59
3.	Approche par les transactions comparables.....	59
4.	Référence aux objectifs de cours des analystes	60
5.	Référence au cours de bourse	60
VII.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	61
ANNEXES	64	
1.	Programme de travail	64
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées.....	65
3.	Informations et documents utilisés	66
4.	Calendrier de l'étude	66
5.	Rémunération.....	67
6.	Méthode des multiples boursiers	67

Liminaire

SES-imagotag (ci-après la « Société ») a annoncé le 16 juin 2017 l'entrée en négociations exclusives de BOE Technology (HK) Ltd (ci-après « BOE Technology ») avec, entre autres, Chequers Capital, Pechel Industries, Tikehau Capital, Sycomore Asset Management et Phison Capital (ci-après les « Cédants »), en vue d'une prise de participation majoritaire dans la Société.

Le 19 juillet 2017, SES-imagotag a annoncé la signature d'un contrat d'acquisition relatif à l'achat par BOE auprès des Cédants de 6 669 176 actions de SES-imagotag (ci-après le « Bloc d'Actions »), représentant 51,26% du capital et des droits de votes de la Société à cette date, au prix de 30€ par action (le « Prix d'Offre »).

Le contrat d'acquisition s'est accompagné de la signature d'un accord entre BOE et les principaux dirigeants de SES-Imagotag (ci-après le « Management ») concernant leur co-investissement dans un véhicule d'acquisition, la société de droit hongkongais BOE Smart Retail (Hong-Kong) Co. Ltd (ci-après « BOE Smart Retail » ou « l'Initiateur »), à travers un apport en numéraire et un apport par le Management de 537 520 actions de la Société, portant le nombre d'actions détenues par l'Initiateur à ce jour à 7 206 696, soit 53,84% du capital de la Société au 31 décembre 2017.

Conformément aux articles 233-1 et 234-2 de son règlement général, l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « l'AMF ») prévoit, dans un tel contexte, l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la société.

BOE Smart Retail, contrôlé par BOE Technology et dans laquelle le Management, au travers de la société SESIM, détient une participation minoritaire de 20%, va en conséquence déposer auprès de l'AMF une offre publique d'achat simplifiée au prix de 30€ par action sur le solde des actions non détenues (ci-après « l'Offre »).

Dans ce cadre, Sorgem Evaluation a été désignée en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, et plus spécifiquement de ses alinéas 1, 2 et 4 qui visent respectivement les cas où (i) « la société visée est déjà contrôlée (...) avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre », (ii) « les dirigeants de la société visée [...] ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » et (iii) « 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 ».

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

BOE Smart Retail est une société de droit hongkongais détenue conjointement par BOE Technology et le Management et créée spécifiquement pour les besoins de la prise de participation de BOE Technology dans SES-imagotag.

BOE Technology, principal actionnaire de BOE Smart Retail, est une société de droit hongkongais, filiale à 100% de la société chinoise BOE Technology Group Ltd spécialisée dans les écrans à semi-conducteurs (LCD-TFT), les systèmes intelligents et les services pour la santé. BOE Technology produit des écrans utilisés pour de nombreuses applications telles que les smartphones, tablettes, ordinateurs portables, moniteurs, télévisions, l'automobile, la signalétique digitale et les objets connectés.

Avec un chiffre d'affaires supérieur à 9Mds€ en 2016 (68,8Mds¥) et plus de 50 000 brevets revendiqués, le groupe se présente comme le leader mondial des écrans LCD-TFT pour smartphones, tablettes et ordinateurs portables en 2017.

2. Présentation de la Société cible de l'Offre

SES-imagotag est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 23 907 572€, dont le siège social est situé au 55 Place Nelson Mandela, 92000 Nanterre, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 479 345 464. L'action est cotée au compartiment B d'Euronext Paris.

Créée en 1992 sous le nom de Store Electronic Systems, SES-imagotag tire son nom du rachat en 2014 d'*imagotag*, start-up technologique autrichienne spécialisée dans les étiquettes digitales intelligentes.

Leader mondial des étiquettes intelligentes et de l'automatisation des prix, la Société propose une plateforme digitale permettant aux commerçants de connecter et numériser leurs points de vente, automatiser les processus à faible valeur ajoutée, optimiser la tenue des rayons et créer un service de distribution omni-canal.

SES-imagotag est implantée dans treize pays : France, Autriche, Allemagne, Australie, Brésil, Canada, Espagne, États-Unis, Italie, Mexique, Singapour, Suède. Depuis sa création, la Société a équipé plus de 10 000 magasins dans 54 pays, représentant 135 millions d'étiquettes.

3. Présentation des motifs et termes de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le contexte de l'opération de rapprochement de SES-imagotag avec BOE Technology décrite en liminaire, qui a conduit la société BOE Smart Retail, co-détenue par BOE Technology et le Management, à acquérir 7 206 696 actions de la Société représentant 53,84% du capital et des droits de vote de la Société au 31 décembre 2017.

L'Offre vise également les actions pouvant être émises en cas d'exercice des 106 925 options de souscriptions attribuées par la Société et encore en circulation au 31 décembre 2017.

A noter qu'il existe en outre des promesses croisées d'achat et de vente entre l'Initiateur et le Management portant sur les actions gratuites attribuées par la Société au Management et non encore émises ou soumises à des engagements de conservation empêchant leurs détenteurs de les apporter à l'Offre (voir partie V.1.1).

Dans ce contexte, l'Offre a pour objet de permettre aux actionnaires de la Société de céder leurs actions à la suite de la prise de participation majoritaire d'un acteur stratégique aux côtés du Management en remplacement des actionnaires financiers qui étaient présents au capital.

A la date de ce rapport, l'Initiateur de l'Offre a indiqué ne pas avoir l'intention de procéder à un retrait obligatoire de la Société et souhaiter maintenir un flottant élevé et une liquidité importante du titre de la Société.

L'Offre est facultative, ouverte à tous les actionnaires de la Société, qui auront la possibilité d'apporter leurs actions à l'Offre ou de les conserver, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires.

L'Initiateur de la Société propose aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs actions au prix de 30€ par action.

4. Définition du caractère équitable de l'Offre

Du point de vue de l'Initiateur, l'Offre est une offre obligatoire déposée conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF dans la mesure où le Bloc d'Actions acquis représente plus de 30% du capital de la Société.

Le caractère obligatoire de cette Offre impose à l'Initiateur, conformément à l'article 234-6 du règlement général de l'AMF, de proposer un prix au moins égal au prix le plus élevé qu'il a payé au cours des douze derniers mois pour acquérir des titres de la Société.

Ainsi, l'équité de l'Offre repose sur le fait que le prix proposé par l'Initiateur soit égal au prix le plus élevé qu'il a payé sur une période de douze mois pour acquérir des actions de la Société, c'est-à-dire le prix qui a été payé par BOE Technology aux Cédants.

Du fait de l'existence de différents accords connexes concernant les relations entre le Management, l'Initiateur et certains Cédants, qui sont analysés en détail ci-après (voir partie V), l'équité repose également sur le fait que ces accords ne soient pas de nature à remettre en question l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre.

Enfin, comme rappelé ci-avant, nous précisons que l'Initiateur a indiqué ne pas envisager la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre. Du point de vue des actionnaires de la Société, l'Offre est donc une offre facultative leur laissant la liberté d'y répondre favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres.

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 (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des deux dernières années, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Etablissement présentateur
Juil-16	OPAS	Futuren	Concert mené par Boussard et Gavaudan	Oddo
Jan-17	OPAS	Tessi	PixelHolding	CM CIC, Keper Cheuvreux
Avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP Paribas

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application des articles 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 les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJFD). A 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 près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, et Président de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) ;
- Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation, diplômé de l'EDHEC, enseignant au sein de la MSc in Finance de l'EDHEC et à HEC Paris, membre de l'APEI, disposant d'une expérience professionnelle de près de quinze ans dans le domaine de l'évaluation financière ;
- Pierre-Alexis Billet, Assistant Manager, diplômé de KEDGE Business School, disposant d'une expérience professionnelle de plus de cinq ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Youssef Ghazali, Consultant, diplômé de Neoma Business School et de l'ESSEC, disposant d'une expérience professionnelle de plus de trois ans dans le domaine de 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 les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles et chargée de cours en Finance à l'Université Paris Dauphine et à HEC Paris.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, 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 et ses 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.

En outre, nous précisons que nos travaux de valorisation s'inscrivent dans l'optique d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

A cet égard, nous soulignons que l'AMF, dans sa dernière cartographie des risques publiée en juillet 2017, indique notamment considérer : (i) un risque de correction brutale des prix sur les marchés du fait de niveaux de valorisation élevés qui ne reflèteraient pas, selon l'AMF, les données fondamentales et (ii) un risque de hausse brutale des taux d'intérêt.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

1. Analyse du marché de la Société

La Société évolue sur le marché des étiquettes électroniques de gondole. Ce marché, encore émergent à ce jour, présente un potentiel de croissance extrêmement important dans un contexte de digitalisation croissante des points de vente physiques et de la convergence entre le commerce physique et digital (1.1). Ces très fortes perspectives de croissance attirent néanmoins de plus en plus d'acteurs, notamment asiatiques, qui intensifient la concurrence et induisent une forte pression sur les prix (1.2)

1.1 Un marché encore émergent et très prometteur

Le marché des étiquettes électroniques de gondole, dont la technologie est disponible depuis une vingtaine d'années, n'a réellement émergé que récemment dans un contexte (i) de forte pression sur les marges des distributeurs, en particulier dans l'alimentaire, et (ii) de concurrence accrue avec le commerce digital pour les distributeurs physiques.

Les étiquettes électroniques offrent avant tout aux distributeurs des moyens d'optimisation de la gestion des magasins (et donc des coûts d'exploitation) :

- grâce, en premier lieu, à la gestion centralisée des prix qui permet :
 - > des économies sur les coûts de personnel, de papier et d'impression liés au changement de prix¹ ;
 - > de réduire les erreurs potentielles d'étiquetage (ce qui permet des économies de coût sur le suivi des prix, d'améliorer la satisfaction client et de limiter les éventuels manque à gagner) ;
 - > une plus forte réactivité vis-à-vis de la concurrence, essentielle dans un contexte de concurrence accrue du e-commerce et d'accès instantané à l'information pour les consommateurs ;
- mais également, plus indirectement, à travers la gestion des stocks et l'optimisation de l'approvisionnement permis par le suivi des ventes en temps réel.

En outre, à terme, dans un contexte de convergence nécessaire du commerce physique et digital, la digitalisation des points de vente physiques avec les étiquettes

¹ Le suivi et le changement de prix sur étiquettes papier est un processus long et coûteux pour les distributeurs, particulièrement dans un contexte d'inflation salariale.

électroniques offre des bénéfices supplémentaires en termes d'acquisition et de fidélisation des clients.

Les usages permis par l'infrastructure mise en place dans le cadre de l'installation des étiquettes électroniques permettent en effet :

- de réinventer l'expérience d'achat des clients en offrant des services supplémentaires, tels que par exemple des informations enrichies accessibles sur le smartphone (comparaison des prix avec d'autres enseignes, informations additionnelles sur les produits, etc.), la possibilité de payer sur smartphone et réduire le temps d'attente en magasin, la géolocalisation des produits, etc. ;
- d'approfondir la connaissance des clients et personnaliser la relation client avec, par exemple, la proposition d'offres promotionnelles ciblées, une assistance à l'achat en fonction des habitudes de consommation, etc. ;
- ou encore, d'optimiser les ventes des magasins, par exemple en ajustant les prix en fonction de la fréquentation des magasins ou en optimisant plus rapidement l'offre grâce au suivi des ventes en temps réel.

Ainsi, si les gains de productivité induits par les étiquettes électroniques constituent le moteur initial du marché, celui-ci est en mesure d'être alimenté par un ensemble d'usages complémentaires permis par l'infrastructure à disposition une fois les magasins équipés, qui offrent *in fine*, au-delà des économies de coûts, des opportunités de croissance des revenus.

Les perspectives de croissance du secteur sont en conséquence très importantes. ABI Research, qui estimait le marché à 300M\$ en 2014, estime qu'il pourrait atteindre 4Mds\$ à horizon 2022.

1.2 Une concurrence qui s'intensifie

En contrepartie de cette forte croissance attendue du marché, qui offre des opportunités de développement importantes pour SES-imagotag, l'intensification de la concurrence qui a récemment émergé sur le marché pourrait venir fortement peser sur les prix.

Le principal concurrent de SES-imagotag est à ce jour la société Pricer, acteur historique du marché fondé en 1991 et coté à la bourse de Stockholm. Néanmoins, la société, qui a réalisé 80M€ de chiffre d'affaires en 2016, semble se positionner avec une offre technologiquement moins innovante et affiche une croissance moins importante que SES-imagotag.

Au-delà de Pricer, le marché a récemment vu l'arrivée de nombreux nouveaux acteurs, dont le chiffre d'affaires reste aujourd'hui très inférieur à celui de SES-imagotag (il n'excède pas 25M€ pour la plupart d'entre eux) mais qui affichent de fortes ambitions, avec le plus souvent des moyens importants à leur disposition, soit du fait de leur affiliation à des groupes industriels majeurs, soit via le soutien d'investisseurs financiers. On note parmi eux :

- Hanshow, un acteur chinois qui affiche publiquement l'ambition de devenir le premier acteur du marché à horizon 2020 et revendique 95% de parts de marché en Chine – Hanshow a notamment développé un partenariat stratégique avec son principal investisseur, Holitech, un groupe industriel chinois créé en 2004 et spécialisé dans les écrans LCD (2,5Mds€ de chiffre d'affaires attendu en 2017) ;
- SoluM, un acteur coréen qui est une émanation de Samsung Electro-Mechanics (spin-off réalisé en 2015) – la société équipe de l'ordre de 2 000 magasins, pour l'essentiel en Europe ;
- Displaydata, une société britannique qui a à son capital plusieurs investisseurs financiers ainsi que Zebra Technologies, un producteur d'équipements informatiques coté au Nasdaq (3,3Mds€ de chiffre d'affaires) ;
- Altierre Corporation, une société américaine qui a à son capital plusieurs fonds d'investissements – la société revendiquait environ 10 millions d'étiquettes installées en 2015 ;
- LG innotek, branche du groupe LG dédiée aux LED (4,4Mds€ de revenus en 2016), qui dispose d'une unité spécialisée dans les étiquettes électroniques mais qui demeure très faible relativement au reste de l'activité (les étiquettes électroniques font partie d'une division représentant 17% du chiffre d'affaires²).

Ainsi, bien que SES-imagotag soit parvenue au cours de ces dernières années à distancer son principal concurrent³ grâce à ses efforts en R&D et la pertinence de son

² Somme des chiffre d'affaires du dernier trimestre 2016 et des trois premiers trimestre 2017 (source : présentation datée du 25 octobre 2017 de LG Innotek sur les résultats du 3^{ème} trimestre 2017 – la principale division (Optic Solutions) représente 57% du chiffre d'affaires ; les étiquettes électroniques ne sont qu'un des produits de la division « Automotive & Electronics »).

³ Alors que les sociétés Pricer et SES-imagotag avaient réalisé en 2012 un chiffre d'affaires identique de 63M€, Pricer a réalisé en 2016 un chiffre d'affaires de 80M€ contre 177M€, soit plus du double, pour SES-imagotag.

positionnement technologique, l'intensité concurrentielle sur le marché s'est néanmoins accrue avec une forte pression sur les prix, qui s'explique notamment par la taille de plus en plus importante des appels d'offre (ceux-ci peuvent aujourd'hui dépasser les 200M€⁴ alors qu'ils étaient systématiquement inférieurs à 100M€ il y a encore deux ans⁵).

Le montant très important des investissements requis pour la mise en place de ces solutions, qui constitue d'ailleurs l'un des principaux freins d'achat, incite en effet les clients à être très attentifs aux prix proposés et au retour sur investissement le plus immédiat et directement observable (lié au gain de temps et à la flexibilité permis par la gestion centralisée des prix). Les bénéfices additionnels moins tangibles à court terme qui peuvent être offerts par des technologies plus abouties mais également plus chères restent secondaires dans la plupart des cas.

Dans ce contexte, des acteurs qui proposent une offre moins technologique que la Société mais financièrement plus compétitive, pourraient s'avérer dans certains cas mieux positionnés que SES-imagotag. Surtout, de nouveaux acteurs cherchant à entrer sur le marché avec des offres à très bas coûts peuvent constituer une vraie menace pour la Société.

De ce point de vue, la réunification des gammes au sein d'une offre unique mise en place par la Société au cours de l'année devrait lui permettre de réaliser des économies substantielles lui assurant la compétitivité nécessaire dans ce contexte de pression accrue sur les prix.

Principaux concurrents de SES-imagotag

Société	CA groupe (1)	CA société / activité (1)	Actionnaire principal	Pays	Date création
Altierre Corp	n/a	12	D E Shaw group	États-Unis	2003
Displaydata	n/a	23	Draper Esprit	Royaume-Uni	2000
SoluM	n/a	10 à 20	n/a	Corée du sud	2015
Hanshow	1 613	15	Holitech	Chine	2011
Pricer AB	n/a	80	n/a	Suède	1991
LG innotek	4 489	n.c	LG Electronics	Corée du sud	1970
Ishida	67 451	15	Ishiba Co	Japon	1998

(1) Dernier chiffre d'affaires disponible - en millions d'euros

⁴ Les déploiements concernés par ces appels d'offres peuvent s'étendre sur plusieurs années et donc générer du chiffre d'affaires sur plusieurs années.

⁵ Le plus gros contrat signé sur le marché jusqu'en 2015 était celui signé par SES-imagotag avec MediaMarkt pour un montant de 98M€.

2. Métier et positionnement de la Société

2.1 Le leader du marché de l'étiquetage électronique

Comme décrit ci-avant, SES-imagotag, créée en 1992 et cotée à la bourse de Paris depuis 2006, est spécialisée dans la digitalisation des points de vente physiques, essentiellement à travers la mise en place de solutions d'étiquetage électronique.

La Société est le leader mondial du marché des étiquettes électroniques de gondole avec 177M€ de chiffre d'affaires réalisé en 2016 (en hausse de 59%), soit une part de marché de l'ordre de 50% (plus du double de son principal concurrent, la société suédoise Pricer, qui a réalisé chiffre d'affaires d'environ 80M€ en 2016).

SES-Imagotag revendique un parc installé de plus de 150 millions d'étiquettes électroniques dans 12 000 magasins et 55 pays à fin 2016, contre 140 millions d'étiquettes et 15 000 magasins pour Pricer⁶.

Chiffres-clés de SES-imagotag à fin décembre 2016 et fin juin 2017

	31/12/2016	30/06/2017
Chiffre d'affaires (LTM – en M€)	177	186
Croissance du CA (vs. n-1)	+59%	+19%
Nombre d'étiquettes installées	~150 000 000	~160 000 000
Nombre de magasins installés	~12 000	~12 000
Nombre de pays adressés	54	55

Source : Société, rapport annuel 2016 et rapport semestriel 2017

Cette position de leader présente aujourd'hui un atout important pour SES-imagotag dans la mesure où le coût et le risque induits par un changement de solution s'avèrent élevés pour les clients. La base de clientèle actuelle de la Société peut donc être considérée comme peu volatile à moyen terme.

⁶ A noter que si Pricer équipe plus de magasins, ces derniers sont de taille en moyenne inférieure à la taille des magasins équipés par SES-imagotag.

2.2 Un positionnement hautement technologique

2.2.1. Une offre haut-de-gamme

SES-imagotag se présente comme un acteur à la pointe de la technologie dans son domaine avec l'une des offres les plus abouties et les plus complètes du marché.

L'offre proposée intègre à la fois les composantes *hardware* et *software* avec :

- les étiquettes électroniques de gondole – SES-imagotag est actuellement le seul acteur du marché à offrir l'ensemble des technologies d'affichage disponibles (E-paper, TFT et LCD graphique) ;
- une plateforme de communication multicanale permettant de faire le lien entre (i) le centre de gestion, (ii) les étiquettes ou écrans et (iii) les clients (à travers leur smartphone) – sur ce point, SES-imagotag s'illustre également par l'étendue des technologies offertes avec à la fois des solutions BLE (Bluetooth Low Energy), NFC (Near-Field Communication) et Wi-Fi capables de s'intégrer indifféremment avec toutes les technologies d'affichage ;
- une suite logicielle (Jeegy) permettant la gestion centralisée et dynamique des prix, la gestion des stocks et de la géolocalisation des produits, l'implémentation des services additionnels destinés aux clients (self-scan mobile, offres ciblées, géolocalisation, etc.) et le suivi du parc installé pour les besoins de maintenance.

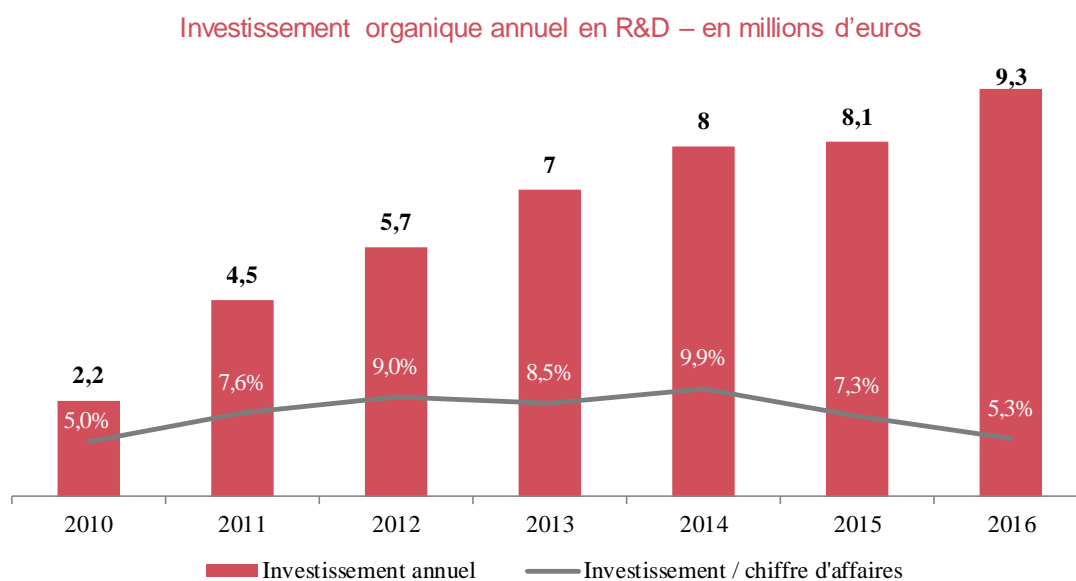
Cette offre permet ainsi à SES-imagotag de (i) non seulement proposer un système de gestion centralisé et dynamique des prix offrant des gains de productivité directs et rapidement observables, ce qui constitue la première demande des clients, mais également (ii) des services supplémentaires de digitalisation des magasins, axés à la fois sur le service client et les gains de productivité internes, qui peuvent susciter un fort intérêt de la part des clients en seconde approche.

En outre, au-delà de ces technologies qui constituent le cœur de son offre, SES-imagotag travaille à l'enrichissement permanent de son offre avec des technologies complémentaires. La Société propose notamment une offre de reconnaissance optique pour l'identification de produits en magasin développée par findbox, une start-up allemande dans laquelle SES-imagotag a pris une participation majoritaire en 2016.

2.2.2. Une stratégie axée sur l'investissement en R&D

L'avance technologique actuelle de SES-imagotag relève d'un choix stratégique consistant à investir fortement dans la R&D afin de disposer d'un avantage concurrentiel différenciant sur le marché.

Ceci a conduit la Société à faire croître son investissement annuel en R&D de 2,2M€ en 2010 à plus de 9,3M€ en 2016. Les montants investis en R&D ont ainsi atteint près de 10% du chiffre d'affaires en 2014 et plus de 9% en moyenne entre 2012 et 2014 (contre 5% en 2010), soit 20M€ sur la période. Au cours des cinq dernières années, le montant cumulé investi a dépassé 38M€.



Source : Société

2.2.3. Une R&D alimentée par la croissance externe

Au-delà de l'investissement organique, l'investissement en R&D de la Société se matérialise également dans les acquisitions réalisées, qui ont à chaque fois permis l'intégration de technologies innovantes dans son portefeuille.

Ainsi, l'acquisition d'imagotag en 2014, une start-up autrichienne réalisant 5M€ de chiffre d'affaires rachetée pour un prix dépassant les 15M€, a notamment été structurante du point de vue des technologies acquises avec (i) une technologie de radio-communication haute-fréquence et (ii) d'affichage avec les étiquettes couleur E-paper.

Cette acquisition, au-delà de l'acquisition d'un client majeur (Media Saturn avec plus de 1000 magasins équipés) et de la pénétration du marché autrichien, a donc permis à SES-imagotag d'instantanément compléter son offre avec des technologies aujourd'hui incontournables.

La prise de participation dans la start-up allemande findbox réalisée en 2016, bien que moins significative à ce jour en terme de technologie acquise, s'inscrit dans la même logique que celle d'imagotag en permettant à la fois :

- l'acquisition d'une technologie prometteuse de reconnaissance optique des produits (qui aide, par exemple, les consommateurs à trouver les produits recherchés en magasin) permettant de venir instantanément compléter l'offre déjà proposée ; et
- la mise en œuvre de synergies commerciales importantes, bien que plus limitées que pour imagotag (qui avait généré plus de 40M€ de chiffre d'affaires additionnel dès 2015), étant donné le caractère à ce jour moins établi de la technologie acquise.

Enfin, l'acquisition de la société taïwanaise Pervasive Display (ci-après « PDi »), bien que relevant d'une logique légèrement différente puisqu'elle consiste en l'intégration verticale d'un fournisseur, a également permis à SES-imagotag :

- d'acquérir une brique technologique complémentaire lui permettant de se renforcer dans la technologie d'affichage E-paper ;
- tout en visant des retombées commerciales à travers la pénétration d'un nouveau marché du fait de son implantation à Taïwan.

Toutes ces acquisitions ont donc permis à SES-imagotag de sécuriser rapidement un ensemble de technologies complémentaires aux siennes sur les dimensions *hardware* et *software* de son offre.

Synthèse des technologies acquises par SES-Imagotag

Société	Technologies acquises
imagotag	Radio haute-fréquence / E-paper
findbox	Radio haute-fréquence / Reconnaissance optique / Hi-speed Flash
Persasive Displays	E-paper / E-paper display module

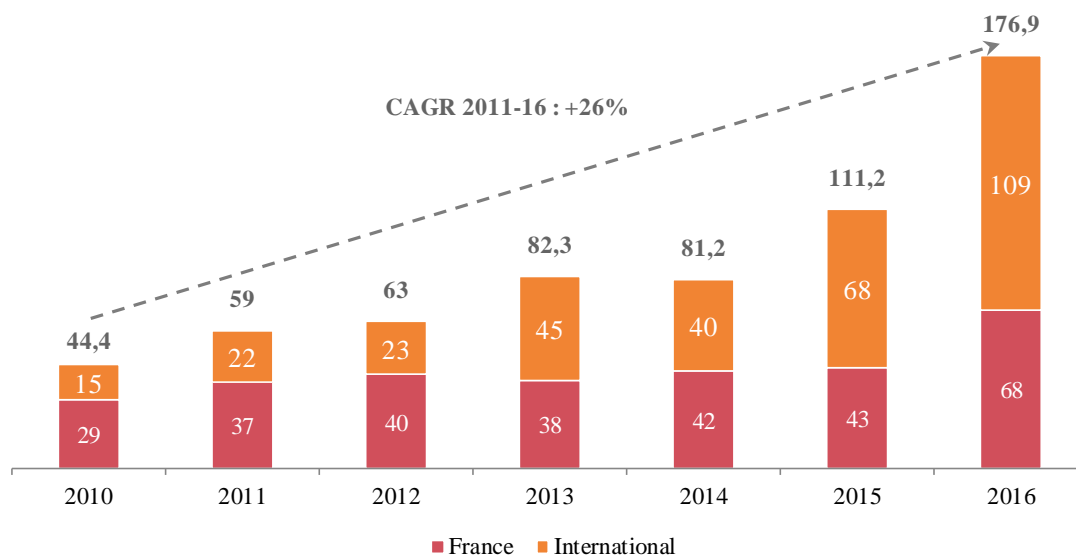
2.3 Des opportunités à l'international et dans le non-alimentaire

2.3.1. Une forte internationalisation appelée à s'étendre au-delà de l'Europe

Les choix stratégiques judicieux de la Société en termes de technologie ont permis une forte croissance du chiffre d'affaires, qui a atteint 26% par an en moyenne depuis 2010.

Si la France a contribué à cette croissance, avec une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 15% depuis 2010, c'est l'international qui a le plus porté la croissance de la Société avec une croissance annuelle moyenne de 39% par an.

Répartition géographique du chiffre d'affaires – en millions d'euros



Source : Société, rapports annuels 2015 et 2016

Cette forte croissance à l'international a à ce jour essentiellement concerné l'Europe, qui représente 62% du chiffre d'affaires, et plus particulièrement l'Allemagne (43% du chiffre d'affaires) du fait de l'acquisition d'imagotag.

Néanmoins, les opportunités de croissance les plus importantes se situent (i) aux États-Unis (environ un quart du marché à horizon 2020 selon les estimations d'ABI Research), où la Société a déjà commencé à équiper plusieurs centaines de magasins dans le non-alimentaire, et (ii) en Asie (environ un quart du marché à horizon 2020 d'après ABI Research), plus particulièrement en Chine où le Groupe a commencé à déployer ses premières équipes et à équiper ses premiers magasins cette année à Pékin.

De ce point de vue, le rapprochement avec BOE Technology constitue un atout indéniable pour la Société, qui pourra s'appuyer sur la fine connaissance du marché chinois de ce nouveau partenaire et les nombreux contacts dont il dispose dans le pays.

A noter que le développement dans ces zones hors Europe aura également pour intérêt d'offrir à la Société une couverture naturelle contre le risque de change, celle-ci réalisant aujourd'hui l'essentiel de ses achats en dollars (à hauteur de 70% à 75%)⁷.

2.3.2. *Un vivier de croissance important dans le non-alimentaire*

En terme de secteurs d'activité adressés, SES-imagotag s'est initialement développée dans le secteur alimentaire, plus facile à adresser étant donné le retour sur investissement plus directement observable (les premières économies, notamment de personnel, sont rapides étant donné le nombre important de références étiquetées).

Si ce secteur est aujourd'hui globalement bien couvert en France, principal marché de la Société, des opportunités de croissance existent encore dans les enseignes de proximité, qui cherchent des solutions moins coûteuses et plus faciles à installer étant donné la taille des magasins. Sur ce segment de marché, SES-imagotag a débuté les premiers déploiements cette année en France.

Néanmoins, bien que la distribution alimentaire constitue toujours la majorité du chiffre d'affaires de la Société, ceci pourrait être appelé à évoluer rapidement. SES-imagotag se tourne en effet aujourd'hui vers la distribution spécialisée, qui présente les plus grosses opportunités de croissance étant donné le taux d'équipement en étiquettes électroniques encore limité dans le secteur.

Ainsi, si les plus gros clients de la Société restent à ce jour des chaînes de grandes surfaces alimentaires (Intermarché par exemple avec plus de 1000 magasins équipés chacun), SES-imagotag a annoncé au cours des derniers mois d'importants contrats dans la distribution spécialisée avec notamment Media Saturn (le plus important contrat dans le secteur au moment de sa signature avec 98M€ pour 10 millions d'étiquettes dans 1000 magasins) ou encore Séphora (plus de 300 magasins).

C'est aussi maintenant le cas aux Etats-Unis. Dans ce dernier pays, la Société développe d'ailleurs pour les commerçants un modèle d'abonnement à l'étiquette (avec un service sur le *cloud*) qui facilite la prise de décision pour les clients en limitant leurs investissements initiaux (dépenses d'exploitation plus que d'investissement).

⁷ La société estime l'impact de la hausse du dollar depuis 2014 à 8 point de marge d'EBITDA.

3. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Position actuelle de leader sur le marché, sécurisant une partie du chiffre d'affaires (renouvellement et maintenance) du fait des fortes barrières au changement de solution pour les clients ✓ Technologie la plus complète et la plus avancée du marché à ce jour ✓ Adossement en cours à un acteur industriel majeur disposant d'une fine connaissance du marché chinois 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Profitabilité limitée en raison de l'accent mis sur la conquête de nouveaux clients ✓ Besoin important d'investissement en R&D pour garder son avantage concurrentiel ✓ Forte exposition au dollar, l'internationalisation hors Europe débutant seulement ✓ Présence demeurant limitée en dehors d'Europe, dans les zones où les opportunités de croissance apparaissent les plus importantes ✓ Bien qu'aujourd'hui leader sur le marché, taille limitée en comparaison de grands groupes industriels susceptibles d'adresser le marché
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Nouveaux usages à venir portés par la convergence forcée entre le commerce digital et physique ✓ Gains de productivité importants possibles avec la réunification des offres sous une seule gamme achevée cette année (projet G2) ✓ Marchés potentiellement très important et quasiment pas adressés à ce jour aux Etats-Unis et en Chine ✓ Potentiel de développement encore important dans le non-alimentaire sur l'ensemble des zones géographiques 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Menace d'une forte augmentation de la pression concurrentielle avec l'arrivée de nombreux acteurs disposant d'une puissance financière importante ✓ Marchés étrangers à fort potentiel (Etats-Unis, Chine) qui peuvent être difficiles à pénétrer face à des concurrents locaux ✓ Difficultés potentielles à augmenter les marges dans un contexte où les clients sont eux-mêmes sous forte pression ✓ Potentielles difficultés à rentabiliser les investissements technologiques dans la mesure où les clients pourraient se satisfaire de solutions d'étiquetage basiques ✓ Possibles difficultés à absorber la très forte croissance attendue ✓ Emergence possible de nouveaux usages dans la distribution physique ne nécessitant pas de solutions d'étiquetage électronique

4. Principales caractéristiques financières de la Société

4.1 Une forte croissance des revenus

Le chiffre d'affaires de la Société a affiché une très forte hausse au cours des dernières années : il a plus que doublé entre 2014 et 2016 en passant de 81M€ à 177M€, permettant à la Société de significativement accroître ses parts de marché de 40% environ en 2014 à 50% en 2017⁸.

Cette hausse du chiffre d'affaires, s'inscrit en ligne avec l'effort important consenti en R&D au cours des dernières années, comme l'illustre la part des nouveaux produits (moins de trois ans d'existence) qui représentaient 60% du chiffre d'affaires en 2015.

Si le chiffre d'affaires a augmenté sur l'ensemble des segments, l'augmentation a été particulièrement portée par l'international, dont le chiffre d'affaires a été multiplié par 2,75 entre 2014 et 2016 (66% de croissance annuelle moyenne contre 28% pour la France). La répartition du chiffre d'affaires, qui était de deux tiers pour la France contre un tiers pour l'international en 2010, s'est ainsi inversée en 2016.

Par ailleurs, bien que la croissance du chiffre d'affaires soit pour l'essentiel portée par les nouvelles installations, qui représentent 76% du chiffre d'affaires 2016, les revenus récurrents s'affichent néanmoins en hausse de 6M€ sur la période 2014-2016, soit 8% par an en moyenne.

Répartition du chiffre d'affaires par segment et par nature

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	CAGR 2014-16
Chiffre d'affaires total	81,2	111,2	176,9	48%
<i>Var. n/n-1</i>	<i>(1,3)%</i>	<i>36,9%</i>	<i>59,1%</i>	
France	41,6	43	67,8	28%
International	39,6	68,2	109,1	66%
<i>France - en % du total</i>	<i>51%</i>	<i>39%</i>	<i>38%</i>	
<i>International - en % du total</i>	<i>49%</i>	<i>61%</i>	<i>62%</i>	
Nouvelles installations	46	75,2	135,2	71%
Revenus récurrents	35,2	36	41,2	8%
<i>Nouvelles installations - en % du total</i>	<i>57%</i>	<i>68%</i>	<i>76%</i>	
<i>International - en % du total</i>	<i>43%</i>	<i>32%</i>	<i>23%</i>	

Source : Société

⁸ Sources : ABI Research et Société.

4.2 Une rentabilité limitée mais un levier opérationnel important

Après une baisse en 2015 de 11,1M€ à 9,4M€, l'EBITDA⁹ de SES-imagotag s'est établi en forte hausse à 16,6M€ en 2016, en ligne avec la forte hausse des revenus.

Néanmoins, en dépit d'une amélioration d'un point de la marge d'EBITDA en 2016, passée de 8,5% à 9,4% du chiffre d'affaires, celle-ci reste encore très inférieure à son niveau de 2014 (13,7% du chiffre d'affaires) en raison :

- d'une forte baisse de la marge sur coûts variables (impact négatif de 13 points d'EBITDA entre 2014 et 2016) en dépit d'importants gains de productivité du fait :
 - > de la hausse du dollar, devise qui représentait 70 à 75% des achats de la Société en 2016 (l'impact cumulé sur la marge brute est estimé par la Société à plus de 20M€ depuis 2014) ;
 - > d'une offre jusqu'à maintenant fragmentée avec de nombreux nouveaux produits représentant des volumes limités qui ne permettaient pas d'économies d'échelle ;
 - > de la hausse de la taille des contrats signés, pour lesquels la pression sur les prix de vente est supérieure.
- compensée par la hausse contenue des frais de structure au regard de la forte augmentation du chiffre d'affaires (fort levier opérationnel ayant un impact positif de 8,7 points d'EBITDA), qui a essentiellement concernée :
 - > le développement des structures à l'étranger pour soutenir la croissance à l'international ; et
 - > le renforcement des équipes R&D.

Résultats de SES-Imagotag

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/06/2017
Chiffre d'affaires	81,2	111,2	176,9	95,4
Marge sur coûts variables	30,8	33	44,1	24,9
EBITDA	11,1	9,4	16,6	7,3
<i>Marge sur coûts var. / CA</i>	<i>37,9%</i>	<i>29,7%</i>	<i>24,9%</i>	<i>26,1%</i>
<i>EBITDA / CA</i>	<i>13,7%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,4%</i>	<i>7,7%</i>

Source : rapports annuels de la Société 2014 à 2016, rapport semestriel 2017

⁹ EBITDA courant retraité des éléments non-récurrents.

Sur le premier semestre 2017, la Société est parvenue, dans un contexte de forte croissance du chiffre d'affaires (hausse de 11% à 95,4M€ par rapport au premier semestre 2016), à accroître son taux de marge sur coûts variables en dépit d'une pression accrue sur les prix, notamment grâce à PDi (intégration verticale).

Le taux de marge d'EBITDA s'affiche néanmoins en baisse sur le semestre en raison (i) de l'impact de l'intégration de nouvelles filiales (notamment findbox et la filiale américaine, consolidée pour la première fois) et (ii) de l'investissement important réalisé pour l'expansion internationale de la Société avec de nombreux recrutements et un investissement marketing et commercial significatif (salons internationaux, frais de déplacement, etc.).

4.3 Une croissance consommatrice de trésorerie

Dans ce contexte de forte croissance, la consommation de trésorerie de la Société à atteint 9,5M€ sur les 18 derniers mois : 6,4M€ en 2016 et 3,1M€ sur les 6 premiers mois de 2017.

Flux de trésorerie de SES-Imagotag

En millions d'euros	31/12/2015	31/12/2016	30/06/2017	Total
EBITDA	9,5	16,6	7,3	33,4
Eléments non-récurrents	(0,2)	(1,6)	(1,3)	(3,1)
Var. du BFR	12,7	(6,7)	(2,9)	3,1
Impôts	(1,0)	(1,2)	(1,1)	(3,3)
Investissements organiques	(8,1)	(9,3)	(5,1)	(22,5)
Croissance externe	(0,3)	(4,2)	-	(4,5)
Flux de trésorerie disponible	12,6	(6,4)	(3,1)	3,1
<i>Investissements / EBITDA</i>	<i>(88,4)%</i>	<i>(81,3)%</i>	<i>(69,9)%</i>	<i>(80,8)%</i>

Source : Société

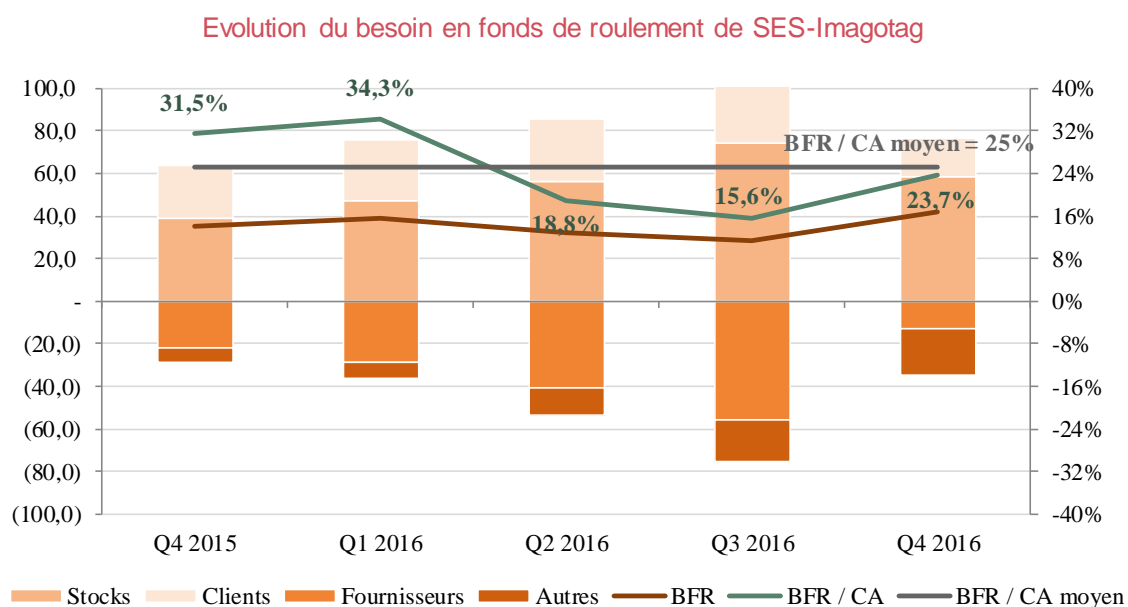
Cette consommation de trésorerie s'explique en premier lieu par les investissements en R&D importants que continue de réaliser la Société, notamment (i) dans le développement produit (3,5M€ en 2016) et (ii) dans les processus d'industrialisation (3,1M€ en 2016).

Ces investissements ont atteint 9,3M€ en 2016 après 8,1M€ en 2015. Au total, sur les 30 derniers mois (janvier 2015 à juin 2017), la Société a réinvesti plus de 81% de son EBITDA.

Le besoin en fonds de roulement généré pour accompagner la croissance de la Société a également été un contributeur de la consommation de trésorerie.

En effet, en dépit de l'effort important réalisé par le Management pour réduire son besoin en fonds de roulement à travers l'accent mis sur le recouvrement client et l'optimisation de la *supply chain*¹⁰, qui ont permis de ramener son niveau à moins de 25% du chiffre d'affaires (23,7% au 31/12/2016, globalement stable au 30/06/2017), la croissance a généré une consommation de trésorerie de 9,6M€ sur les 18 derniers mois (6,7M€ en 2016 et 2,9M€ au premier semestre 2017).

A noter néanmoins que, si le niveau de besoin en fonds de roulement s'est établi en moyenne à 25% du chiffre d'affaires en 2016, celui-ci est susceptible de fortement varier en raison de la taille des déploiements (activité non linéaire reposant sur des contrats de taille importante), tel que l'illustre l'évolution trimestrielle du besoin en fonds de roulement présentée ci-dessous.



¹⁰ Les efforts d'optimisation du BFR ont permis de générer 12,7M€ de trésorerie positive en 2015 en dépit de la forte hausse du chiffre d'affaires.

4.4 Une structure financière saine malgré d'importants investissements

L'analyse du bilan de la Société fait apparaître une forte augmentation de son actif immobilisé depuis 2014, qui traduit les importants investissements réalisés dans l'innovation produit (notamment par croissance externe) et l'industrialisation des solutions développées.

Cette augmentation concerne en premier lieu les immobilisations incorporelles, du fait (i) de la comptabilisation d'un goodwill significatif suite aux dernières acquisitions, et notamment PDi (24M€ de goodwill comptabilisé au 30 juin 2017), et (ii) d'importantes dépenses de R&D, capitalisées à hauteur de 75% environ.

Cette politique d'investissement intensive a pu être en partie financée par les bons résultats de la Société, qui ont permis de dégager un flux d'exploitation cumulé positif important entre 2014 et 2017.

Ainsi, malgré l'augmentation significative des emprunts sur la période et notamment depuis 2016 (40M€ d'emprunts obligataires émis), la Société présentait à fin juin 2017 une structure financière saine avec une position de trésorerie nette de 5,7M€.

Bilan économique de SES-imagotag

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/06/2017
Immobilisations incorporelles	57 214	58 206	66 857	92 156
Immobilisations corporelles	2 844	4 094	6 422	9 877
Immobilisations financières	567	821	1 319	764
Besoin en fonds de roulement	49 195	36 002	49 353	41 651
Capitaux employés	109 820	99 122	123 952	144 447
Capitaux propres	110 863	112 087	125 373	138 337
Autres actifs et passifs non courants	3 765	4 083	4 861	11 849
Dette financière nette	(4 808)	(17 048)	(6 282)	(5 739)
Capitaux investis	109 820	99 122	123 952	144 447

Source : rapports annuels de la Société 2014 à 2016, rapport semestriel 2017

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des titres de la Société au 31 décembre 2017 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base des informations disponibles au 12 décembre 2017.

Pour ce faire, nous avons retenu la référence à la transaction entre BOE et les Cédants dont découle l'Offre (2.), la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») (3.) et la référence aux objectifs de cours des analystes (4.).

A titre purement indicatif, nous avons également analysé le cours de bourse de la Société (5.).

1. Méthodes et références écartées

1.1 Méthode des multiples boursiers

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

La Société présente une dynamique et un profil de risque qui rendent difficile la comparaison avec une quelconque société cotée.

Nous n'avons identifié qu'une seule société comparable cotée de taille significative et présente sur le secteur : la société Pricer. Cette société a néanmoins un positionnement différent de SES-imagotag, avec une solution réputée plus standard en termes de technologies et de fonctionnalités et un accent mis sur la compétitivité coût. Ce positionnement induit un potentiel de croissance a priori moins important pour Pricer, tel que l'illustrent les différences de croissance entre les deux sociétés au cours des dernières années et l'écart de taille qui en résulte aujourd'hui. Pour ces raisons, nous ne considérons donc pas Pricer comme un comparable pertinent.

N'ayant identifié aucune autre société cotée comparable, nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation.

Nous présentons en annexe de ce rapport les données sur l'activité de Pricer ainsi que ses multiples de valorisation.

1.2 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Pour les mêmes raisons que celles invoqués ci-avant, à savoir le profil de risque et la dynamique spécifiques de la Société, nous considérons que la comparabilité avec une autre société est difficile.

Nous avons identifié deux transactions¹¹ impliquant des sociétés présentes dans le même secteur d'activité que SES-imagotag. Néanmoins, ces transactions correspondent à des levées de fonds, donc un contexte de valorisation non comparable. Elles sont par ailleurs relativement anciennes et ne sont pas documentées.

Nous n'avons par conséquent pas retenu cette méthode.

1.3 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.

Eu égard à l'absence de dividendes versés ces dernières années et à l'absence de visibilité sur la future politique de distribution de dividendes de la Société (l'Initiateur a indiqué que la Société ne verserait pas de dividende jusqu'en 2020 au moins), cette méthode a été considérée comme non pertinente.

1.4 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.

Au cas d'espèce, les principaux actifs à réévaluer, en particulier les actifs incorporels (brevets, technologies, etc.), ne peuvent être estimés qu'à partir de prévisions. La réévaluation de ces actifs serait donc redondante avec la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cette méthode n'a donc pas été retenue.

¹¹ Les deux transactions concernent Altierre Corporation qui a levé 15 M€ en juillet 2014 auprès de fonds d'investissement et Displaydata qui a levé 18 M€ en octobre 2013 auprès de Zebra Technologies.

2. Référence aux transactions récentes sur le capital

Lorsqu'une transaction récente sur le capital d'une société a lieu, l'analyse de ses conditions est importante pour estimer si elle peut constituer une référence pertinente d'évaluation de la valeur intrinsèque de la société.

Les éléments qui sont notamment à prendre en compte dans l'analyse sont les conditions de l'acquisition (conditions de paiement, pourcentage acquis, conditions de négociation spécifiques, etc.) et les événements ayant pu avoir lieu depuis la date de la transaction (évolution de l'activité, de ses perspectives et des marchés financiers).

Au cas particulier, BOE Technology a réalisé l'acquisition du Bloc d'Actions, lui conférant le contrôle sur la Société avec 51,26% du capital et des droits de vote, auprès des Cédants au prix de 30€ par action. Le Management a par ailleurs apporté une part significative de ses actions de la Société (via une société dédiée) à BOE Smart Retail, l'Initiateur de l'Offre, au prix de 30€ par action.

Ces transactions nous semblent pertinentes pour apprécier la valeur de la Société car elles résultent de négociations entre des parties indépendantes et bien informées. Nous estimons par ailleurs que les accords connexes identifiés, notamment avec certains Cédants, ne sont pas susceptibles d'influer à la baisse sur le prix de ces transactions (voir partie V ci-après).

Nous considérons que le prix ressortant de ces transactions peut à la fois (i) inclure une décote de bloc, en raison de la difficulté pour chacun des Cédants à céder sur le marché les blocs d'actions détenus, mais également (ii) une prime de contrôle, la cession du Bloc d'Actions leur permettant de céder le contrôle à un acteur stratégique qui peut espérer bénéficier de synergies.

Ainsi, ces deux transactions de références, réalisées au Prix d'Offre de 30€ par action et qui portent sur un nombre de 7 206 696 actions de la Société représentant 53,84% de son capital au lancement de l'Offre, nous semblent constituer des références de valorisation pertinentes.

3. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

3.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (3.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (3.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (3.4).

3.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

3.2.1. Nombre de titres pris en compte

Nous avons retenu un nombre total de 13 555 640 actions en base diluée calculé à partir des 13 386 229 actions composant le capital au 31 décembre 2017 (i) desquelles ont été déduites les 10 106 actions auto-détenues par la Société (d'après le bilan du contrat de liquidité au 30 juin 2017, suspendu depuis l'annonce de l'Offre) et (ii) auxquelles ont été ajoutées les 179 517 actions gratuites attribuées et non encore émises au 31 décembre 2017.

Synthèse du nombre d'actions prise en compte

	31/12/2017
Nombre d'actions en circulation au 30/11/2017	13 386 229
Actions auto-détenues	(10 106)
Nombre d'actions en circulation	13 376 123
Actions gratuites attribuées	179 517
Nombre d'actions sur base diluée	13 555 640

Source : Société

3.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres

Sur la base des comptes au 30 juin 2017 et des derniers éléments communiqués par le Management concernant l'atterrissage 2017, 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 **31,3M€**.

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

En millions d'euros	
Dette nette (estimée au 31/12/2017)	(17,0)
Actifs financiers (au 30/06/2017)	0,8
Autres ajustements à caractère de dette (au 31/12/2017 et 30/06/2017)	(0,4)
Compléments de prix (au 30/08/2017)	(9,9)
Intérêts minoritaires (au 30/06/2017)	(0,7)
Valeur des stocks-options (au 30/11/2017)	(2,2)
Ajustement technique lié à la reconnaissance du CIR (au 30/06/2017)	(1,9)
Total des ajustements	(31,3)

Source : rapport financier semestriel 2017, rapport annuel 2016, Management / analyses Sorgem

a) Dette nette

Le Management nous a indiqué anticiper un atterrissage de la dette financière nette autour de 18M€ à fin 2017, de laquelle nous avons déduit 1M€ liés à l'exercice des options de souscription qui n'étaient pas inclus dans cet atterrissage selon notre compréhension.

La dette financière est notamment composée d'un emprunt obligataire de 40M€ amortissable *in fine* en 2023. Cet emprunt prévoit une clause de remboursement anticipé

de la dette en cas de changement de contrôle. Le Management nous a indiqué que seul un créancier a indiqué vouloir activer cette clause (pour des raisons internes de *compliance* en raison de l'exposition de la Société au marché chinois) mais que la Société était en discussion avec un acheteur prêt à reprendre la tranche concernée aux mêmes conditions.

La dette financière inclut également 12M€ de dettes financières complémentaires, correspondant à des emprunts contractés auprès d'établissement bancaires dont les échéances s'étalent entre 2017 et 2022 (dont 7M€ en 2018 et 2019).

b) Actifs financiers

Les actifs financiers sont constitués de dépôts et cautionnements pour 0,5M€ et de prêts divers pour 0,3M€ au 30 juin 2017.

c) Autres ajustements à caractère de dette

Les autres ajustements à caractère de dette incluent :

- des provisions pour risques de 0,2M€ (provisions pour litiges) au 30 juin 2017 ;
- la part des engagements de retraite non couverte par les contrats d'assurance, qui s'élève à 0,3M€ au 31 décembre 2016 (information non disponible au 30 juin 2017).

Les provisions pour risques et charges et les indemnités de fin de carrière ont été retenues après impôt sur la base d'un taux d'imposition normatif de 28%.

d) Les compléments de prix

Les compléments de prix restant à payer sur les dernières acquisitions de SES-imagotag incluent au 30 juin 2017 :

- 5,5M€ relatifs à l'option de vente sur la tranche de 33% du capital de SES-imagotag Deutschland GmbH, anciennement dénommée findbox GmbH ;
- 0,4M€ de complément de prix relatif aux 60% du capital de Market Hub acquis ;
- 3M€ de complément de prix relatifs à l'acquisition de PDi ;

- la partie du prix des titres PDi payée en numéraire non versée au 30 juin 2017, d'un montant de 1M€.

e) Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires correspondent aux 40% du capital de Market Hub non détenus par SES-imagotag, évalués sur la base du prix d'acquisition des 60% du capital déjà acquis.

f) Valeur des options de souscription et autres titres potentiellement dilutifs

Les 106 925 options de souscription en circulation au 31 décembre 2017 ont été valorisées indépendamment sur la base d'un modèle binomial à partir des principaux paramètres suivants : une valeur de l'action de 30€, une volatilité attendue de 32,5% et pas de distribution de dividendes. La valeur de ces options ressort très proche de leur valeur intrinsèque, le cours actuel de l'action étant très supérieur à leur prix d'exercice et leur date d'expiration étant relativement proche.

Par ailleurs, notre évaluation ne prend pas en compte le plan d'intéressement qui doit être mis en place au profit du Management, les modalités de celui-ci n'ayant pas été définies à ce jour. Dans la mesure où ce plan d'intéressement aura potentiellement un impact dilutif sur les actions, les résultats de nos travaux de valorisation doivent donc s'analyser à ce titre comme représentant un majorant.

g) Impôt différé passif lié à la reconnaissance du CIR

La Société reconnaît un passif lié au décalage entre l'imputation fiscale du Crédit Impôt Recherche et sa comptabilisation progressive en fonction de l'amortissement des frais de R&D activés ayant généré le CIR.

Nous comprenons que le plan d'affaires communiqué par le Management tient compte de cette reconnaissance comptable progressive du CIR (qui génère un produit complémentaire). Nous avons donc retenu dans nos ajustements le passif correspondant à ces produits.

3.3 Présentation des prévisions retenues

3.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur le plan d'affaires 2018-2020 préparé par le Management dans le cadre de son plan stratégique *Leapfrog*.

Nous comprenons que ce plan d'affaires a été mis à jour fin 2016 et correspond au plan d'affaires sur la base duquel s'est fondé BOE Technology pour déterminer les conditions de sa prise de participation majoritaire dans la Société.

Les prévisions présentées dans ce document ont été ajustées de certains éléments communiqués par le Management en fonction des dernières évolutions constatées par celui-ci depuis sa préparation. En particulier, les prévisions 2018 ont été ajustées à partir du dernier budget préparé par la Société (non encore soumis au conseil d'administration de la Société à la date de nos travaux).

Nous avons extrapolé les prévisions du plan d'affaires jusqu'en 2027 (période prévisionnelle totale de 10 années) pour les faire converger vers nos hypothèses normatives.

3.3.2. Synthèse des hypothèses structurantes

Les hypothèses structurantes du plan d'affaires de la Société suivent les principaux axes de son plan stratégique *Leapfrog*, à savoir :

- une forte croissance du chiffre d'affaires pour atteindre un niveau proche de 500M€ à horizon 2020 avec :
 - > en premier lieu, une forte hausse des nouvelles installations en ciblant (i) de nouvelles zones géographiques à fort potentiel (Etats-Unis et Asie) et (ii) de nouveaux segments de marché en dehors de l'alimentaire ;
 - > mais également une augmentation des revenus récurrents tirés de la base de clients déjà équipés, notamment en leur proposant des évolutions des technologies déjà installées ;
- un fort accroissement de la rentabilité pour atteindre une marge brute d'exploitation (EBITDA) de l'ordre de 15% (objectif *Leapfrog* de 15% à 20%) essentiellement grâce :
 - > à l'augmentation des revenus récurrents qui présentent une meilleure marge ;

- > à des gains de productivité industrielle importants (projet *Fire* d'amélioration de la compétitivité coût) ; et
 - > au levier opérationnel induit par la forte hausse des volumes (d'importantes économies d'échelle existent étant donné les volumes encore faibles aujourd'hui, notamment sur les derniers produits lancés).
- un effort d'investissement en R&D toujours soutenu permettant de rester attractif, tant pour les clients existants que les nouveaux clients, en gardant un avantage compétitif en terme de technologies.

3.3.3. *Prise en compte des synergies avec BOE Technology*

L'Initiateur a fait part de son intention de préserver l'autonomie de la Société, notamment en maintenant celle-ci cotée et en maintenant le Management actuel. Le Management nous a en outre indiqué ne pas anticiper de synergies opérationnelles directement quantifiables avec BOE Technology.

Nous comprenons que le projet de rapprochement avec BOE Technology n'implique donc pas d'intégration profonde entre les deux Sociétés, mais plutôt une collaboration renforcée sur trois aspects :

- commercial tout d'abord, BOE Technology offrant, à travers sa fine connaissance du marché chinois et ses contacts, un accès à un marché très important et difficile à pénétrer ;
- technologique ensuite, l'avance technologique de BOE Technology dans les technologies d'affichage offrant l'opportunité à SES-imagotag de conserver son leadership technologique actuel ;
- industriel enfin, le savoir-faire et la puissance industrielle de BOE Technology constituant un appui majeur pour SES-imagotag afin de réaliser les gains de productivité industrielle escomptés (et nécessaires pour la réalisation de son plan).

Ainsi, nous considérons que ce rapprochement, qui vise pour SES-imagotag à se faire accompagner par un grand acteur industriel implanté dans un marché stratégique, permet d'apporter plus de confort sur la réalisation de son plan d'affaires ambitieux. Dans un contexte d'intensification de la pression concurrentielle du fait de l'arrivée de certains acteurs étrangers sur le marché et du fait que certains marchés étrangers à fort potentiel comme la Chine auraient été difficiles à pénétrer sans l'appui d'un groupe d'envergure implanté localement, nous sommes d'avis que la réalisation du plan

d'affaires *Leapfrog* par SES-imagotag nécessitait la conclusion d'un partenariat avec un grand groupe ou aurait sinon dû être considérée comme risquée (à ce titre, notre analyse des notes de broker avant l'Offre fait ressortir un consensus de marché plus prudent en terme d'évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA que les prévisions du plan *Leapfrog*).

En l'absence de données financières disponibles sur les synergies, nous ne les avons pas valorisées séparément. L'impact sur la valeur du rapprochement avec BOE Technology a cependant été appréhendé à travers la prise en compte d'un plan d'affaires en ligne avec le plan *Leapfrog* et sans prise en compte d'une prime de risque spécifique associée au risque de réalisation de ce plan d'affaires ambitieux.

3.3.4. Commentaires sur l'atterrissage 2017

Le Management, qui tablait initialement sur un chiffre d'affaires en forte croissance supérieur à 200M€ pour l'exercice 2017, a informé au travers de ses dernières communications que celui-ci serait finalement en baisse par rapport à 2016.

Cette situation s'explique par le report de certains déploiements en raison de l'accent mis sur les projets (i) *G2-Fusion* de regroupement des technologies proposées par SES-imagotag au sein d'une seule offre et (ii) *Fire* d'accroissement de la compétitivité coût. La nécessité de concentrer les efforts sur ces projets s'est en effet imposée à la Société pour maintenir son avantage technologique différenciant et rester compétitif face à l'émergence d'acteurs cherchant à entrer sur le marché avec des offres à très bas coûts.

Nous considérons néanmoins que, malgré ces reports de déploiement et les coûts associés à cette transition produit, cette baisse de chiffre d'affaires en 2017 ne remet pas fondamentalement en cause les objectifs à moyen et long terme de la Société. Nous comprenons en effet que celle-ci s'explique largement par la disponibilité dans un futur proche d'une nouvelle offre qui a poussé certains clients à reporter leur décision d'achat à 2018 afin de pouvoir en bénéficier.

Ainsi, nous considérons que le décalage de chiffre d'affaires, de l'ordre de deux trimestres, sécurise *in fine* la réalisation des objectifs en 2018 (comme en atteste d'ailleurs le niveau de prise de commandes à fin décembre) et nous avons considéré que les prévisions initiales du plan *Leapfrog* pour nos travaux étaient toujours pertinentes.

3.3.5. Période 2018-2020

Comme expliqué ci-avant, en dépit de la performance inférieure à ce qui était anticipé pour 2017 en raison de l'accélération des projets d'investissement et de l'attente du marché de la nouvelle génération de produits, le Management a indiqué être confiant dans sa capacité à réaliser les objectifs initiaux de son plan d'affaires à partir de 2018 :

- le chiffre d'affaires non réalisé en 2017 ne constitue pas, selon le Management, une perte sèche mais un report de déploiements qui vient conforter les prévisions sur les années suivantes ;
- l'accélération du déploiement des projets *G2-Fusion* et *Fire* sécurise également l'atteinte des objectifs initiaux, notamment en terme de rentabilité.

Nous avons en conséquence retenu sur la période les hypothèses déterminées dans le plan initial du Management (légèrement revu pour l'exercice 2018 en fonction du budget préparé par le Management) qui prévoit :

- une forte croissance du chiffre d'affaires dans un contexte de marché porteur, celui-ci devant être légèrement inférieur à 500M€ à horizon 2020 (soit une croissance annuelle moyenne de près de 30% entre 2016 et 2020 contre environ le double pour le marché dans sa globalité d'après les données publiées par ABI Research) – le consensus table pour sa part sur une croissance inférieure, les prévisions 2018 s'établissant entre 195M€ et 255M€ (source : Thomson Eikon, 16/12/2017) ;
- une marge d'EBITDA supérieure à 15% du chiffre d'affaires, en augmentation de plus de 5 points par rapport à 2016, notamment du fait de la forte augmentation des volumes de vente (gains de productivité liés à l'industrialisation à grande échelle et levier opérationnel) – le consensus table pour sa part sur une marge d'EBITDA de l'ordre de 12% à horizon 2019 (source : Thomson Eikon) ;
- un montant d'investissement cumulé de plus de 80M€ sur trois ans ;
- un niveau de besoin en fonds de roulement compris entre 20% et 25% du chiffre d'affaires à horizon 2020 soit globalement en ligne avec le niveau constaté à fin 2016 ;
- un taux d'imposition de l'ordre de 28%.

Si les objectifs affichés paraissent ambitieux, ceux-ci s'inscrivent (i) dans un contexte de marché extrêmement porteur (ABI Research prévoit un marché atteignant 4Mds\$ à horizon 2022) (ii) pour un acteur disposant aujourd'hui d'une position concurrentielle établie de leader du marché et (iii) dans le cadre du rapprochement avec BOE Technology qui, s'il n'est pas prévu qu'il génère de synergies directement identifiées et quantifiées, sécurise la réussite du plan tant au niveau industriel que commercial avec l'expertise industrielle et la fine connaissance des marchés asiatiques apportés par BOE Technology.

3.3.6. *Extrapolation 2021-2026 et hypothèses normatives*

Etant donnée la forte croissance du chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires établi par le Management, nous avons extrapolé le plan jusqu'en 2027 (période prévisionnelle totale de 10 ans) afin de faire converger le plan d'affaires vers des hypothèses normatives.

Nous retenons une croissance du chiffre d'affaires passant de plus de 30% en 2020 à 20% en 2021 puis décroissant progressivement pour atteindre un niveau normatif de 2% estimé à partir des prévisions d'inflation long-terme dans les différentes régions dans lesquelles envisage de se développer la Société à terme (source FMI). Ce taux est en ligne avec les taux de croissance perpétuels retenus par les analystes suivant la valeur, compris entre 1,5% et 3%.

Nous avons progressivement ramené le taux de marge d'EBITDA vers un niveau normatif de 15%, soit le bas de fourchette de l'objectif du plan *Leapfrog*, étant donné la pression concurrentielle accrue. Ce taux conduit à un taux de rentabilité de l'actif économique en ligne avec le coût moyen pondéré du capital.

Les amortissements ont été retenus à un niveau de 4,7% du chiffre d'affaires, légèrement inférieur au niveau d'investissement retenu à 5% du chiffre d'affaires (soit environ un tiers de l'EBITDA réinvesti contre deux tiers sur les trois dernières années).

Le taux d'imposition est retenu stable par rapport au taux ressortant du plan d'affaires en 2020.

Le niveau de besoin en fonds de roulement a été retenu à 22,5% du chiffre d'affaires, en cohérence avec l'objectif évoqué par le Management de 20% à 25% du chiffre d'affaires à terme.

3.4 Détermination du taux d'actualisation

3.4.1. Principe de détermination du taux

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Etant donné la situation financière de SES-imagotag, qui a présenté une situation de trésorerie nette légèrement positive au cours des dernières années et qui devrait pouvoir revenir à une telle situation rapidement selon le plan d'affaires communiqué, nous retenons un taux d'endettement normatif nul¹².

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres qui a été 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 :

K_{FP}	<i>Coût des fonds propres</i>
R_f	<i>Taux sans risque</i>
β	<i>Béta des actions de la société</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays</i>

3.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'état allemandes (qui pourrait constituer à terme le premier marché en Europe, principale région d'implantation de SES-imagotag) d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à 0,92% au 12 décembre 2017.

¹² A cet égard, nous constatons que Pricer, le plus proche concurrent de SES-imagotag à ce jour, présente lui aussi une situation de trésorerie nette positive.

Nous tenons compte du fait que la Société, aujourd'hui essentiellement présente en Europe occidentale, projette de développer son activité aux Etats-Unis, en Chine, au Japon ainsi qu'en Europe centrale et orientale (Russie notamment) à partir d'une prime de risque pays spécifique (voir ci-après).

3.4.3. Prime de risque pays

SES-imagotag projette de réaliser son chiffre d'affaires dans différents pays, notamment dans des régions qui peuvent présenter des risques (politiques, économiques, financiers, etc.) susceptibles d'impacter ses résultats.

Afin de refléter ces risques, une prime de risque pays a été retenue, permettant notamment de tenir compte de risques monétaires ou politiques (relatifs à des partenariats avec des sociétés étrangères) auxquels la société sera sensible.

Cette prime a été estimée à partir (i) d'une hypothèse de répartition de l'activité par zone et (ii) d'un niveau de prime de risque propre à chaque zone¹³. Les hypothèses suivantes ont été retenues pour la répartition du chiffre d'affaires : un quart réalisé en Asie Pacifique, un quart en Amérique du Nord et le reste en Europe (dont Europe de l'est et Russie).

Ces hypothèses, qui aboutissent à une prise de risque pays pondérée de 0,5%, ont été déterminées (i) en ligne avec la répartition du marché à terme selon ABI Research (ii) tout en tenant compte de la présence historique de la Société en Europe et des objectifs du plan d'affaires à horizon 2020.

3.4.4. Bêta

Pour l'estimation du bêta, nous avons retenu une approche qualitative¹⁴ fondée sur les observations suivantes :

- la réussite de la Société repose en grande partie sur la pertinence de ses choix technologiques et sur la capacité de ses clients à réaliser les investissements

¹³ Source : Damodaran – Janvier 2017

¹⁴ Nous ne retenons pas le bêta de SES-imagotag, celui-ci n'étant pas significatif au regard de la forte croissance de la Société comparée au marché (les variations du titre ne sont que très peu corrélées aux variations du marché – le coefficient de détermination du bêta est ainsi proche de zéro). En outre, nous ne pouvons retenir le bêta de Pricer qui présente un positionnement différent, notamment moins exposé à la conjoncture économique étant donné une offre plus axée sur la compétitivité coût.

nécessaires, ce qui crée une forte exposition aux cycles économiques¹⁵ et justifie un bêta élevé ;

- la Société présente en contrepartie une certaine visibilité sur ses flux avec (i) un carnet de commande important (104M€ au 30 juin 2017) qui sécurise le chiffre d'affaires plusieurs mois à l'avance, (ii) une captivité des clients déjà acquis étant donné le risque et le coût induits par un changement de solution et (iii) des flux de plus en plus récurrents en raison de l'augmentation de la proportion des flux liés à la maintenance.

Nous avons retenu par conséquent un bêta égal à 1,1, en ligne avec le bêta de 1,08 constaté sur le secteur « Industrial Instruments For Measurement, Display, and Control of Process Variables ; and Related Products » aux Etats-Unis (source : « 2017 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital », Duff & Phelps).

A titre strictement indicatif (voir note 18 ci-dessus), ce bêta nous semble cohérent avec le bêta de Pricer, qui s'établit à 0,9, étant donné son positionnement sur des solutions moins technologiques et moins coûteuses et la part de sa valorisation reposant sur la captation de ses clients existant (taux de croissance inférieur), qui impliquent une moindre sensibilité à la conjoncture économique.

3.4.5. 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 la 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

¹⁵ Bien que le secteur de la distribution alimentaire auquel est essentiellement exposée la Société aujourd'hui présente, au regard des bêtas extériorisés, une certaine résilience aux cycles économiques, les niveaux de marges restent globalement faibles et la capacité des acteurs à investir dans la modernisation des magasins peut rapidement être limitée par la dégradation de l'environnement économique.

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 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 Staunton et de Robeco¹⁶.

3.4.6. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF¹⁷.

Au cas particulier, nous considérons que les raisons qui peuvent expliquer cette exigence de rendement supérieur s'appliquent à SES-imagotag en raison de :

- la taille limitée de la Société en comparaison de concurrents qui entrent sur le marché de la Société ou pourraient y rentrer : de nouveaux entrants disposant de

¹⁶ Sources : 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 2017 » ; Robeco, « Expected Returns 2017 – 2021 », septembre 2016, L. Daalder.

¹⁷ 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).

moyens importants pourraient investir lourdement et utiliser leur réseau dans le but de rapidement s'imposer sur un marché encore en devenir – le rapprochement avec BOE Technology, acteur industriel chinois de premier plan, permet néanmoins de mitiger ce risque ;

- la dépendance de la Société a un nombre relativement limité de clients étant donnée la taille des contrats en jeu – à cet égard, nous relevons d'ailleurs que le report des déploiements en 2017 a eu un impact significatif sur les prévisions initiales de chiffre d'affaires de la Société ;
- la faible liquidité du titre à ce jour.

Nous avons ainsi retenu une prime de taille fondée sur l'analyse des rendements historiques des sociétés cotées américaines réalisée par le cabinet Duff & Phelps : en moyenne, l'écart de rendement pour des sociétés de la taille de SES-imagotag (capitalisation boursière inférieure à 633M\$) est de 3,67%¹⁸.

3.4.7. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de 10% pour SES-imagotag, qui correspond à notre estimation fondée sur les paramètres de marché à la Date d'Evaluation. A ce titre, nous rappelons que, comme l'a indiqué l'AMF dans sa cartographie des risques de juillet 2017, les taux d'intérêts sont actuellement à des niveaux très bas et qu'il existe un risque d'augmentation de ces taux.

Nous notons que le taux d'actualisation obtenu est inférieur au taux d'actualisation de 11% retenu par SES-imagotag dans ses tests de dépréciation 2016 et légèrement supérieur aux taux usuellement retenus par les analystes financiers suivant la valeur, qui s'établissent d'après notre revue entre 8,5% et 9,4%.

¹⁸ Source : « 2017 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 633 M\$.

3.5 Conclusion sur la valeur

Nos analyses font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (+/- 0,5%), à la croissance perpétuelle (+/- 0,25%) et à la marge d'EBITDA (+/- 0,5%) une Valeur d'Entreprise de la Société à la Date d'Evaluation comprise dans une fourchette allant de **366,0M€** à **472,9M€**.

Après ajustements, la valeur des fonds propres de la Société ressort entre **334,7M€** et **441,6M€**. La valeur par action s'inscrit ainsi dans une fourchette¹⁹ comprise entre **24,7€** et **32,6€**, avec une valeur centrale de **28,3€**

Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de croissance perpétuelle

		Taux d'actualisation				
		9,00%	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%
Croissance perpétuelle	2,50%	35,6	32,3	29,5	27,0	24,8
	2,25%	34,8	31,6	28,9	26,5	24,4
	2,00%	34,0	31,0	28,3	26,0	24,0
	1,75%	33,2	30,4	27,8	25,6	23,7
	1,50%	32,5	29,8	27,4	25,2	23,3

Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de marge d'EBITDA

		Taux d'actualisation				
		9,00%	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%
Marge d'EBITDA	16,00%	37,5	34,2	31,3	28,8	26,5
	15,50%	35,7	32,6	29,8	27,4	25,3
	15,00%	34,0	31,0	28,3	26,0	24,0
	14,50%	32,2	29,4	26,9	24,7	22,8
	14,00%	30,4	27,7	25,4	23,3	21,5

¹⁹ Le bas de la fourchette retenue correspond à la valeur minimum des analyses de sensibilité pour une variation de +0,5% sur le taux d'actualisation et de -0,5% sur le taux de marge d'EBITDA ; le haut de la fourchette retenue correspond à la valeur maximum des analyses de sensibilité pour une variation de -0,5% du taux d'actualisation et de +0,5% sur le taux de marge d'EBITDA.

4. Référence aux objectifs de cours des analystes

Au 15 juin 2017, à la veille de l'annonce du rapprochement avec SES-imagotag, le consensus des quatre analystes suivant la valeur s'établissait à 33,9€, pour une fourchette d'estimation comprise entre 32,0€ et 35,5€ (source : Bloomberg). Deux analystes étaient à l'achat sur la valeur, les deux autres avaient une position neutre.

Les analystes se sont accordés sur l'intérêt stratégique du rapprochement avec BOE Technology. Certains ont initialement souligné l'absence de prime de contrôle et le niveau relativement faible du Prix d'Offre au regard du très fort potentiel à horizon 2020. Un analyste a néanmoins indiqué depuis considérer que l'Offre représentait une opportunité de liquidité intéressante dans une optique court-terme.

A la suite de la publication des résultats du premier semestre et du chiffre d'affaires du troisième trimestre, les objectifs de cours ont été revus à la baisse : au 11 décembre 2017, la moyenne des objectifs de cours est de 31,0€ pour une fourchette comprise entre 30,0€ et 34,0€ (source : Bloomberg).

En dépit de cette baisse des objectifs de cours, les analystes ont indiqué rester confiants dans la capacité de la Société à atteindre ses objectifs à moyen terme, ceux-ci soulignant les annonces positives (niveau de prise de commande, forte hausse du chiffre d'affaires en France,...) malgré l'attitude attentiste de certains clients liée à la sortie de la nouvelle gamme *G2 Fusion*.

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 2006.

Dans une première partie (5.1), nous présentons la liquidité du marché des titres, qui nous apparaît trop restreinte pour que la référence au cours de bourse puisse être considérée pertinente.

Nous présentons dans une deuxième partie notre analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société sur une première période de 24 mois précédant l'annonce de l'Offre (5.2), soit du 16 juin 2015 au 16 juin 2017.

Dans une troisième partie, nous présentons l'évolution du cours sur la période postérieure à cette annonce (5.3), comprise entre le 19 juin 2017 et le 17 octobre 2017.

5.1 Analyse de la liquidité

La liquidité d'un titre correspond en première analyse à la capacité d'acquérir ou de vendre, dans un délai limité, une assez grande quantité du titre sans provoquer de modification significative de son cours. Elle dépend à la fois de la taille du flottant²⁰ par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions. On distingue souvent pour caractériser la liquidité d'un titre à la fois les écarts entre les cours acheteur et vendeur (le *bid-ask spread*) et la profondeur, c'est-à-dire le volume de transactions pouvant être exécuté sans décalage de prix.

Au 30 juin 2017, le flottant²¹ de SES-imagotag représente 46,5% du capital. L'Initiateur détient au lancement de l'Offre 53,6% du capital, réduisant ainsi le flottant à environ 43,4% du capital. L'Offre, en permettant à des actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres, pourrait également avoir pour effet de réduire encore le flottant de la Société et restreindre la liquidité du marché du titre.

La seule référence à la taille du flottant ne permet cependant pas d'apprécier réellement la liquidité du titre.

Nous avons mesuré la rotation du flottant du titre, ce paramètre étant généralement considéré comme un bon indicateur de la liquidité d'un titre. Il mesure la proportion du flottant échangé durant une période donnée. Ce critère est étudié pour l'inclusion dans certains indices boursiers.

En combinant la taille moyenne du flottant et son taux de rotation quotidien moyen sur 24 mois il ressort que les actionnaires de SES-imagotag ont besoin d'une durée de près de 11 jours pour liquider 1,0% du capital²². En moyenne, entre le 17 juin 2015 et le 16 juin 2017, soit deux ans, les volumes moyens échangés par jour ont représenté environ 265K€, soit environ 0,1% du capital et 0,2% du flottant.

Nous avons mis en œuvre une autre mesure qui est souvent utilisée dans la littérature académique pour rendre spécifiquement compte de l'impact du volume des titres échangés sur les cours. Elle consiste à calculer le ratio rapportant la variation

²⁰ Le flottant correspond à la part du capital d'une société cotée en bourse qui n'est pas détenue par des actionnaires stables dont on présume qu'ils ne céderont pas à court terme leurs actions. Le flottant correspond donc à la part du capital d'une société qui est susceptible, à relativement court terme, d'être cédée en bourse.

²¹ Le capital de SES-imagotag était composé au 30 juin 2017 de 13 023 267 actions dont 17,5% détenue par Chequers Capital XV, 14,0% par Tikehau Capital Advisors, 7,0% par Sycomore Asset Management, 5,8% par Pechel Industries III et 5,0% par Phison Capital (source : Bloomberg).

²² Considérant le taux de rotation du flottant moyen sur 24 mois, soit du 17/06/2015 au 16/06/2017.

quotidienne (en valeur absolue) du cours d'un titre au volume échangé quotidiennement (calculé en euros). Un titre est d'autant plus liquide que ce ratio est faible, dans la mesure où cela signifie que la cession d'un montant important de titres entraîne une variation très faible du cours.

Au 16 juin 2016, ce ratio, que nous avons multiplié par 10 pour plus de lisibilité, ressort en moyenne à 0,15 sur un mois et 3,33 sur six mois pour SES-imagotag, à comparer à une moyenne de 0,08 sur un mois et 0,16 sur six mois pour le SBF120.

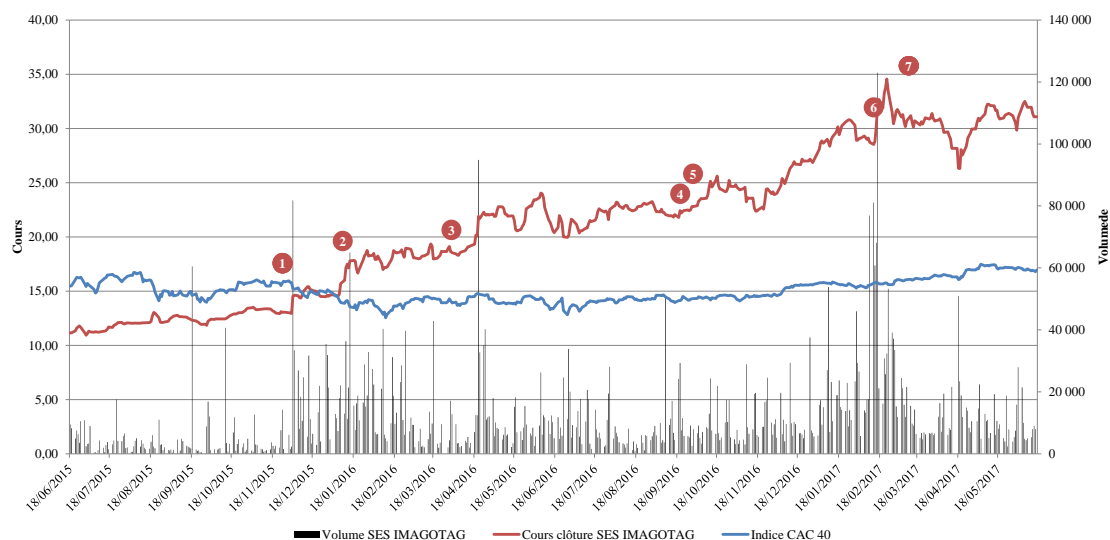
De l'ensemble de nos analyses sur la liquidité, il ressort donc que celle-ci s'avère restreinte par rapport au SBF120 : la cession ou l'acquisition d'actions sur le marché a un impact beaucoup plus significatif sur le cours de SES-imagotag que pour les sociétés du SBF120. Ainsi, la cession d'un certain nombre d'actions est susceptible de peser sur le cours de bourse et la cession d'un bloc sur le marché peut s'avérer très difficile.

Pour ces raisons, nous considérons que la référence au cours de bourse, en matière d'évaluation de la Société, ne peut être vue que comme strictement indicative.

5.2 Référence au cours de bourse 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 précédant l'Offre, du 16 juin 2015 au 16 juin 2017, date du premier jour de la suspension de cotation du titre demandée par la Société jusqu'à sa reprise le 19 juin 2017.

Evolution du cours de bourse de la Société sur deux ans



Légende	Date	Evènement
1	03/12/2015	Contrat pour l'installation de 10 millions d'étiquettes dans 14 pays
2	15/01/2016	Publication du CA annuel 2015, en hausse de 39%
3	30/03/2016	Publication des résultats annuels 2015
4	12/09/2016	Annnonce du projet d'acquisition de findbox
5	19/09/2016	Annnonce du projet d'acquisition de Pervasive Displays
6	31/01/2017	Publication du CA annuel 2016, en hausse de 58%
7	23/02/2017	Publication des résultats 2016

Source : Bloomberg, Société, Autorité des marchés financiers, Presse

Le graphique met en évidence une forte hausse du cours de bourse au cours des 18 mois précédant l'annonce du rapprochement avec BOE Technology jusqu'à l'atteinte de son plus haut historique de 34,56€ le 23 février 2017.

Cette forte hausse a été portée par la croissance du chiffre d'affaires de la Société et les perspectives très prometteuses qu'ont laissé entrevoir les annonces sur la période :

- le début de cette phase haussière correspond avec l'annonce d'un contrat historique de 98M€ avec MediaMarkt Saturn, portant sur l'installation de 10 millions d'étiquettes digitales interactives dans près de 1 000 magasins répartis dans 14 pays – ce contrat était, à la date de sa signature, le plus important jamais signé dans le secteur d'activité ;
- le cours a par la suite été porté par la publication du chiffre d'affaires annuel 2015 à 113M€, en croissance de 39% par rapport à 2014, et l'annonce de commandes annuelles cumulées d'un total de 225M€ (+180%), offrant une forte visibilité sur le chiffre d'affaires à venir ;

- l'annonce de deux acquisitions structurantes en terme de technologie a également contribué à porter le cours à la hausse : le 12 septembre 2016, SES-Imagotag a annoncé l'acquisition de findbox, start-up allemande spécialisée dans les technologies innovantes pour le commerce puis, le 19 septembre 2016, la Société a annoncé l'acquisition de Pervasive Displays, société d'ingénierie spécialisée dans la conception d'écrans E-paper à très basse consommation basée à Taïwan ;
- enfin, la publication du chiffre d'affaires annuel 2016 à un plus haut historique de 177M€, en croissance de 58% par rapport à 2015, et des prises de commandes annuelles d'un total à 145M€ a porté le cours à son plus haut historique de 34,56€.

Le cours a également pu être porté par la perspective de sortie des fonds Chequers Capital et Pechel Industries (qui détenaient environ un quart du capital), dont la date de fin du pacte d'actionnaire courant 2017 était connue. Plusieurs analystes ont d'ailleurs mentionné cette dimension spéculative sur le titre.

Depuis la publication des derniers résultats de 2016, le cours a d'abord connu une forte baisse, jusqu'à atteindre un plus bas de 26,3€, avant de finalement s'établir au moment de l'annonce du rapprochement avec BOE Technology à un cours de 30,9€, proche du cours de 31,4€ auquel cotait l'action deux jours après la publication des résultats 2016.

Analyse du cours de bourse de la Société sur un an jusqu'au 16 juin 2017

Au 16 juin 2017	Spot	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	12 mois	20 jours	60 jours
Cours moyen pondéré par les vol. (€)	30,93	31,27	30,11	30,11	30,14	27,50	31,27	30,10
Prime induite par le Prix d'Offre	-3,0%	-4,1%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	9,1%	-4,1%	-0,3%
Cours le plus haut (€)	-	32,49	32,49	32,49	34,56	34,56	32,49	32,49
Cours le plus bas (€)	-	29,84	26,29	26,29	26,29	19,95	29,84	26,29
Volume moyen quotidien	-	8 836	11 328	10 574	17 190	13 320	8 749	10 798
Volume cumulé	-	203 229	487 124	666 165	2 165 988	3 423 291	174 979	647 865
Nb de jours avec échanges	-	22	42	62	125	256	19	59
Nb de jours de bourse	-	23	43	63	126	257	20	60

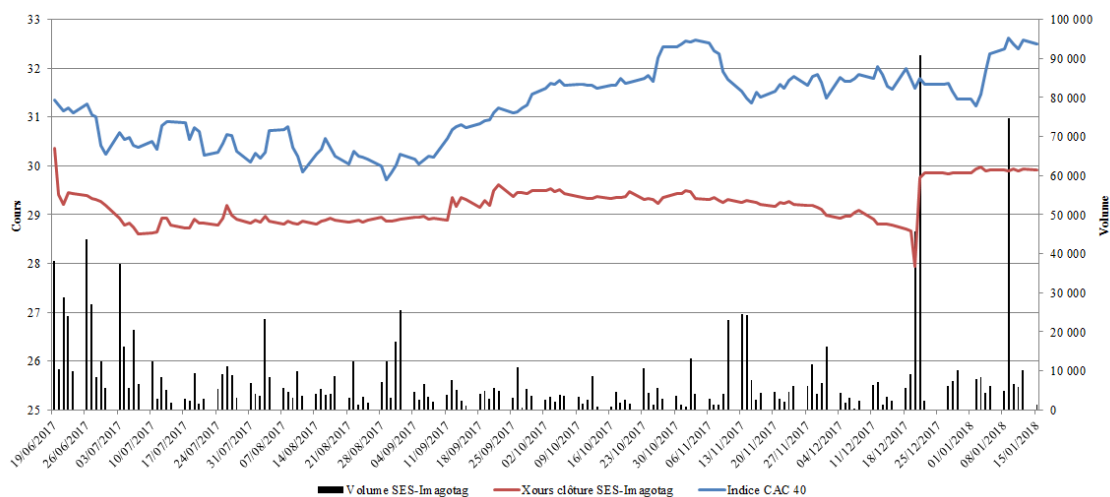
Source : Bloomberg

Selon la durée du calcul des moyennes pondérées des cours, le Prix d'Offre fait ressortir une décote atteignant au maximum à -4,1% (par rapport au cours à 20 jours et 1 mois) et une prime maximum à 9,1% (par rapport à la moyenne un an).

5.3 Evolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'Offre

A la suite de l'annonce de l'Offre, le cours de SES-Imagotag a évolué à un niveau proche du Prix d'Offre (cours légèrement inférieur). Au 15 janvier 2018, le cours de bourse n'a pas montré d'écarts significatifs avec le Prix d'Offre.

Evolution du cours de bourse de la Société depuis le 19 juin 2017 jusqu'au 15 janvier 2018



Le cours moyen pondéré par les volumes sur la période s'établit à 29,21€ pour un maximum de 29,97€ et un minimum de 27,94€.

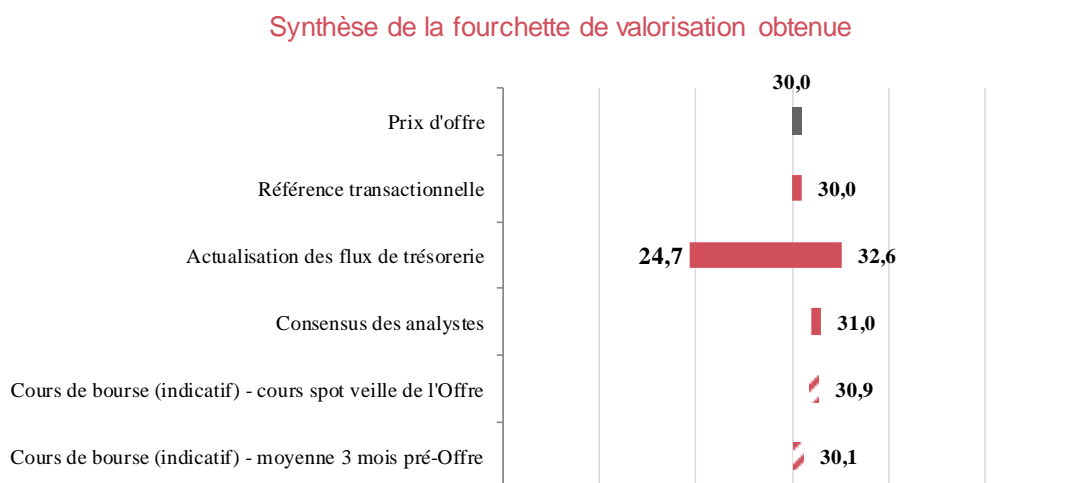
Analyse du cours de bourse de la Société depuis la reprise de cotation au 15 janvier 2018

Au 15 janvier 2018	Spot	Depuis le 19/06/2017
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	29,90	29,21
Prime/(Décote) induite par le prix d'offre	0,3%	2,7%
Cours le plus haut (€)	-	29,97
Cours le plus bas (€)	-	27,94
Volume moyen quotidien	-	8 221
Volume cumulé	-	1 208 509
Nb de jours avec échanges	-	147
Nb de jours de bourse	-	147

Source : Bloomberg

6. Synthèse de nos travaux de valorisation

Le graphique ci-dessous présente la valeur de la Société estimée selon (i) la référence transactionnelle, (ii) la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, (iii) le consensus des analystes sur le cours de bourse et (iv) les derniers cours de bourse avant l'Offre (présentés à titre indicatif), à comparer au Prix d'offre de 30€ par action.



Nos travaux font apparaître que le Prix d'Offre de 30€ est :

- identique au prix de cession obtenu par plusieurs vendeurs dans le cadre d'une transaction permettant à l'Initiateur d'obtenir le contrôle. Ces transactions nous semblent pertinentes pour apprécier la valeur vénale de la Société car elles résultent de négociations entre des parties indépendantes et bien informées. Les accords connexes identifiés, notamment avec certains Cédants, ne nous paraissent pas de nature à influencer à la baisse sur le prix de ces transactions (voir partie V ci-après). Le prix ressortant de ces transactions peut à la fois (i) inclure une décote de bloc, en raison de la difficulté pour chacun des Cédants à céder sur le marché les blocs d'actions détenus, mais également (ii) une prime de contrôle, la cession du Bloc d'Actions conjointement entre les Cédants leur permettant de céder le contrôle à un acteur stratégique qui peut espérer bénéficier de synergies ;
- en ligne avec les résultats obtenus par l'actualisation des flux de trésorerie. Cette méthode fait ressortir une fourchette de valorisation large du fait de l'incertitude

autour du développement du marché et de la Société et sa situation à long terme²³. Elle se fonde sur un plan d'affaires qui n'a pas été revu à la suite de l'Offre (les synergies éventuelles n'ont pas donné lieu à une actualisation du plan d'affaires) – nous avons cependant considéré que l'arrivée de BOE Technology au capital de SES-imagotag était de nature à sécuriser le plan d'affaires ambitieux qui avait été préalablement établi ;

- légèrement inférieur à la moyenne des cours cibles des analystes.

Au regard de nos analyses, nous considérons une fourchette de valorisation des actions de la Société comprise entre 24,7€ et 32,6€.

²³ Nous rappelons que notre évaluation ne prend pas en compte le plan d'intéressement qui doit être mis en place au profit du Management, les modalités de celui-ci n'ayant pas été définies à ce jour. Dans la mesure où ce plan d'intéressement aura potentiellement un impact dilutif sur les actions, les résultats de nos travaux de valorisation doivent donc s'analyser à ce titre comme représentant un majorant.

V. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE

De manière liminaire, il convient d'indiquer que les développements suivants reposent en partie sur des indications de la Société et sur des documents ou projets de documents qu'elle nous a communiqués : le projet de protocole de co-investissement entre SESIM, société détenue majoritairement par le Management de la Société, et BOE Technology, le projet de pacte d'actionnaires entre SESIM, BOE Technology et l'Initiateur.

Nos diligences ont permis d'identifier plusieurs autres accords ou opérations connexes à l'Offre, que nous avons analysés.

1.1 Liquidité des actions gratuites

Les actionnaires salariés sont propriétaires de 408 517 actions qui leur ont été attribuées gratuitement et dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre²⁴.

L'Initiateur a donc conclu avec les titulaires d'actions gratuites un contrat de liquidité comportant, d'une part, une option d'achat détenue par l'Initiateur, exerçable pendant trois mois à compter de la fin de la période d'indisponibilité, et d'autre part, une option de vente détenue par les titulaires, exerçable par ces derniers pendant une période de trois mois à compter de la fin de la période d'exercice de l'option d'achat dont il est fait ici référence.

L'option d'achat est à un prix qui a été fixé au niveau du Prix d'Offre de 30€ par action.

L'option de vente permettra quant à elle aux titulaires des actions de les céder à un prix fondé sur l'application de la formule de calcul suivante (pour estimer 100% des actions de la Société), sachant que le prix par action est limité à 30€ :

$$[(EBITDA_{N-1} \times 24) \times 50\% + (\text{Chiffre d'affaires}_{N-1} \times 2,2) \times 50\%] - \text{Dette Nette}$$

Où :

- $EBITDA_{N-1}$ désigne l'EBITDA du dernier exercice clos disponible le jour de l'exercice des options ;

²⁴ L'ensemble des actions gratuites est attribué définitivement du fait de la condition d'attribution définitive automatique en cas de réalisation d'une offre publique recommandée par le Conseil d'administration et portant sur la totalité du capital social de la Société (comme indiqué dans le rapport annuel 2016 de la Société, p.134).

- Chiffre d'affaires $N-1$ désigne le chiffre d'affaires du dernier exercice clos disponible le jour de l'exercice des options

Cette formule de calcul, appliquée sur la base des comptes à fin 2016, donnerait un prix par action proche du Prix d'Offre, et, sur la base de nos prévisions pour l'exercice 2017, un prix inférieur au Prix d'Offre.

La clause de liquidité sur les actions attribuées gratuitement présente la caractéristique, pour les détenteurs de ces actions, de ne pas pouvoir bénéficier de l'éventuelle hausse du cours de l'action, tout en étant susceptibles d'être impactés par une baisse de valeur de la Société appréhendée par une formule de calcul issue des conditions de l'Offre. Cet accord connexe permet d'assurer à ces porteurs d'actions une liquidité à l'issue de la période d'indisponibilité qui est la contrepartie de leur engagement à réinvestir dans le projet.

Les modalités de mise en œuvre du contrat de liquidité sur les actions attribuées gratuitement ne sont pas de nature à conférer aux bénéficiaires un avantage spécifique.

1.2 Analyse des modalités de réinvestissement accordées aux dirigeants actionnaires

L'acquisition par l'Initiateur, et indirectement BOE Technology, du Bloc d'Actions, était notamment conditionnée à un important réinvestissement de l'équipe managériale de SES-imagotag, qui se matérialise par un apport en nature à l'Initiateur de 537 520 actions de la Société représentant environ 4,1% de son capital et un investissement complémentaire en numéraire d'environ 17,9 M€ au capital de l'Initiateur de la part de SESIM (société détenue à 82% par les Managers).

Un pacte d'actionnaires entre SESIM, BOE Technology et l'Initiateur, signé le 19 décembre 2017, fixe les droits et obligations de chacune des parties.

En particulier, il est prévu dans ce pacte les éléments suivants :

- un nouveau *management package* à destination de certains managers et salariés sera mis en place à la suite de l'acquisition du Bloc d'Actions, qui n'est pas défini à ce jour. Il est indiqué que ce *management package* sera en ligne avec les pratiques du marché français en la matière et devra respecter le principe d'égalité de traitement prévu par le règlement de l'AMF. La mise en place d'un nouveau *management package* viserait à pérenniser les liens entre la Société et les bénéficiaires du plan, à les inciter à remplir / dépasser les objectifs du plan *Leapfrog* et à les inciter à remplir des objectifs de développement sur le marché chinois ;

- une période d'incessibilité, qui restreint pendant une durée de cinq ans, en dehors de cas particuliers comme une introduction en bourse de l'Initiateur ou un départ du manager, les cessions de titres de l'Initiateur ainsi que de ceux détenus par les managers (titres de SESIM) ;
- des droits de préemption : à l'issue de la période d'incessibilité, SESIM et BOE Technology disposeront de droits de préemption en cas de cession à un tiers des titres de l'une ou l'autre des parties ;
- des clauses de sortie conjointe (Tag along / Drag along) : il est prévu pour SESIM des possibilités de sortie aux mêmes conditions que BOE Technology en cas de cession d'une partie ou de la totalité de ses actions de l'Initiateur à un tiers. Par ailleurs, dans un tel cas, BOE Technology dispose d'un droit à forcer la vente des actions de l'Initiateur détenues par SESIM aux mêmes conditions que celles obtenues par BOE Technology ;
- des clauses de liquidité.

Une clause de liquidité confère à SESIM une option de vente exerçable en 2022 (ou éventuellement 2023) de sa participation dans l'Initiateur à un prix qui est censé refléter la valeur de la Société.

Ce prix sera fondé exclusivement sur le cours de l'action de la Société en cas de flottant suffisant (supérieur ou égal à 30%²⁵). Dans le cas où le flottant ne serait pas suffisant (inférieur à 30%) ou dans le cas où la Société ne serait plus cotée, le prix sera estimé à partir d'une approche usuelle d'évaluation multicritère, qui devra être mise en œuvre par un expert indépendant à qui il appartiendra de définir une fourchette de valorisation. La valeur retenue se situera dans cette fourchette de valorisation de l'expert et dépendra d'une formule de calcul fondée sur le cours de bourse de la Société et/ou de l'application d'une formule fondée sur des multiples de valorisation.

La clause de liquidité vise donc à offrir à SESIM (et donc, par transparence, aux managers actionnaires) une fenêtre de liquidité à un prix reflétant la valeur de marché de la Société.

²⁵ Le Flottant étant défini ici comme l'ensemble des titres n'appartenant pas à un actionnaire détenant 10% ou plus de la Société.

D'autres mécanismes de liquidité permettent le rachat ou la vente des actions d'un manager qui cesserait ses fonctions au sein de la Société, selon les mêmes principes que le contrat de liquidité décrit ci-avant visant à fixer le prix à un niveau représentant la valeur de marché de la Société.

Compte tenu des modalités de mise en œuvre des contrats de liquidité, ces derniers ne nous paraissent pas présenter d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

Notre analyse de l'ensemble des modalités de réinvestissement accordées aux dirigeants actionnaires ne fait pas ressortir d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

1.3 Financement de certains dirigeants

Certains dirigeants de la Société vont investir dans SESIM à travers un véhicule d'investissement (ci-après « Holding Dirigeants »).

Nous avons été informés d'un projet de prêt entre certains des Cédants et certains dirigeants de la Société.

Ce prêt est conclu dans le but de permettre à ces dirigeants de réinvestir de manière significative dans la Société. Il prendra la forme d'obligations convertibles émises par Holding Dirigeants, d'un montant de 1,5 M€ avec une échéance à sept ans (avec des cas d'exigibilité en avance si des cessions d'actions détenues par Holding Dirigeants, un départ de la Société des Dirigeants ou un changement de contrôle de la Société ont lieu).

Les obligations porteront intérêts capitalisés au taux de 4% par an, payables in fine. Le ratio de conversion est de 1 action Holding Dirigeants pour 10 obligations convertibles, si bien que la probabilité de conversion peut être estimée faible.

Notre analyse des conditions des obligations convertibles, souscrites par une partie des Cédants, fait ressortir qu'elles ne présentent pas de conditions avantageuses pour leurs souscripteurs. Par conséquent, nous considérons que ce prêt n'est pas de nature à avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre.

Notre analyse de l'ensemble des accords connexes à l'Offre que nous avons identifiés et qui sont décrits ci-avant nous amène à considérer qu'ils ne sont pas de nature à remettre en question l'égalité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre.

VI. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Nous avons effectué la comparaison de nos travaux avec ceux de Société Générale (l'établissement présentateur).

Nous relevons en premier lieu que, contrairement à l'établissement présentateur, nous n'avons pas retenu les approches d'évaluation par les comparables boursiers et par les transactions comparables. Par ailleurs, nous n'avons retenu la référence au cours de bourse que de manière indicative.

Le tableau ci-dessous présente une comparaison, pour chaque méthode d'évaluation, entre nos résultats et ceux de l'établissement présentateur (sur la base du dernier projet de note d'information qui nous a été communiqué²⁶).

Comparaison résultats obtenus par méthode d'évaluation

Méthode d'évaluation	Établissement Présentateur	Expert indépendant
Transaction récente sur le capital	30,00 €	30,00 €
Cours de bourse - cours spot veille de l'Offre	30,93 €	Indicatif : 30,93 €
Cours de bourse - moyenne 3 mois pré-Offre	30,15 €	Indicatif : 30,11 €
Objectifs de cours des analystes financiers	Pré-Offre : 33,9 €	Post-Offre : 31,0 €
Actualisation des flux de trésorerie futurs	24,4 € à 29, 4€	24,7 € à 32,6 €
Approche par les comparables boursiers	16,5 € à 24,0 €	Non retenue
Approche par les transactions comparables	Indicatif : 17,3 €	Non retenue

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

L'établissement présentateur a, au même titre que nous, retenu la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.

L'analyse de l'établissement présentateur fait ressortir une valeur centrale de 26,7€, contre une valeur centrale de 28,3€ ressortant de notre analyse.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,2%) est proche du nôtre (10,0%), malgré une méthodologie de construction et des paramètres retenus, hormis le bêta, différents.

²⁶ La version définitive de la note d'information pourrait afficher des résultats différents de ceux présentés ici.

Nous comprenons en outre que les travaux de l'établissement présentateur s'appuient, comme les nôtres, sur le plan d'affaires du Management préparé dans le cadre du plan stratégique dénommé *Leapfrog*.

Les écarts de résultat entre nos travaux et ceux de l'établissement présentateur proviennent donc essentiellement des hypothèses retenues pour l'extrapolation du plan d'affaires et le calcul de la valeur terminale qui :

- si elles sont identiques en ce qui concerne la marge d'EBITDA normative (retenue dans les deux cas à 15%),
- différent légèrement mais restent proches en ce qui concerne (i) le niveau de besoin en fonds de roulement normatif (retenu à 21% pour la banque présentatrice et 22,5% pour nos travaux), (ii) l'atterrissage de croissance perpétuelle (retenu à 2,2% pour la banque présentatrice et 2% dans nos travaux) et (iii) le taux d'imposition normatif (retenu légèrement inférieur à celui de la banque présentatrice) ;
- différent substantiellement en ce qui concerne l'investissement normatif, retenu à 6,5% du chiffre d'affaires par l'établissement présentateur contre 5% dans nos analyses – nous avons en effet tablé sur une baisse du niveau d'investissement normatif exprimé en pourcentage du chiffre d'affaire, considérant à la fois qu'un montant significatif d'investissement serait déjà atteint et que les hypothèses de croissance à long terme ne reposaient pas sur un niveau de dépenses d'investissement aussi important que sur la période actuelle.

Nous relevons par ailleurs une différence au niveau du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres sans incidence significative : nous déduisons de la Valeur d'Entreprise la valeur des options de souscription en circulation alors que l'établissement présentateur en tient compte à travers la méthode des *treasury shares*²⁷ – cette différence de traitement a néanmoins un impact négligeable, la valeur temps des options étant quasiment nulle.

²⁷ Ceci explique également la différence entre le nombre d'actions retenu par l'établissement présentateur et le nombre d'actions retenu dans nos travaux : ayant valorisé séparément les options de souscriptions en circulation et ayant inclus leur valeur dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres, nous n'en tenons pas compte dans le nombre d'actions retenu, contrairement à l'établissement présentateur qui en tient compte dans sa valorisation à travers la méthode des *treasury shares*.

2. Approche par les comparables boursiers

Nous n'avons pas retenu l'approche d'évaluation par les comparables boursiers car nous n'avons pas identifié de sociétés présentant une comparabilité suffisante avec SES-imagotag en termes :

- d'activité – présence significative (en valeur absolue et relativement à l'ensemble des activités de la société) dans le secteur des solutions d'étiquetage électronique ;
- de dynamique de croissance – présence dans un marché encore naissant présentant un très fort potentiel de croissance ;
- de profil de risque – société de taille encore relativement limitée dont la position sur le marché pourrait être rapidement remise en cause face à de grands acteurs industriels décidant d'investir massivement dans le secteur.

En effet, si des sociétés telles que Pricer, LG Innotek et Zebra Technologies sont effectivement présentes dans le même secteur d'activité que SES-Imagotag, nous avons choisi de ne pas les retenir comme comparables, car elles ne cumulent pas ces trois critères de comparabilité, ce qui limite la pertinence de leurs multiples pour SES-imagotag.

A titre d'exemple, les sociétés Zebra Technologies et LG Innotek sont de taille bien plus importante que SES-imagotag et ont une activité dans le secteur encore peu significative à ce jour ; Zebra Technologies affiche un profil de croissance très inférieur à SES-imagotag ; Pricer, au-delà d'un positionnement différent (profil de croissance inférieur), bénéficie par ailleurs d'une liquidité limitée et n'est suivi que par un seul analyste.

3. Approche par les transactions comparables

Nous avons choisi de ne pas retenir l'approche d'évaluation par les transactions comparables. En effet, s'il existe des cibles de transaction dont l'activité peut se rapprocher de celle de SES-imagotag, nous n'avons pas réussi à identifier un panel de transactions suffisamment pertinent en termes (i) de secteur d'activité des cibles, (ii) de profil de croissance et de risques et (iii) de rationnel de la transaction.

Nous avons également été confrontés au fait que certaines transactions qui nous paraissaient pertinentes étaient soit non documentées, soit trop anciennes.

4. Référence aux objectifs de cours des analystes

De manière identique à l'établissement présentateur, nous avons étudié le consensus des analystes sur le titre SES-imagotag à la veille de l'annonce du rapprochement. Nous avons néanmoins préféré retenir le consensus à la Date d'Evaluation, qui intègre l'ensemble des informations connues susceptibles d'avoir une influence sur la valeur à cette date.

5. Référence au cours de bourse

Comme l'établissement présentateur, nous avons mené une analyse sur l'évolution du cours de bourse de la Société sur les mois précédant l'annonce de l'Offre le 16 juin 2017.

Nous relevons des écarts entre nos résultats et ceux de la banque présentatrice sur les cours moyens pondérés par les volumes qui proviennent (i) de volumes différents extraits des bases Bloomberg (que nous avons utilisé) et Thomson (qui a été utilisée par la banque présentatrice) et (ii) de l'utilisation d'un cours moyen pondéré quotidien pour notre part contre l'utilisation du cours de clôture pour la banque présentatrice.

Nous n'avons toutefois retenu les résultats de cette analyse qu'à titre indicatif du fait notamment de notre analyse de la liquidité du titre SES-imagotag, qui nous apparaît relativement restreinte.

VII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le conseil d'administration de SES-imagotag en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, et plus spécifiquement de ses alinéas 1, 2 et 4 qui visent respectivement les cas où (i) l'Initiateur dispose déjà du contrôle de la Société au lancement de l'Offre, (ii) les dirigeants de la société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre et (iii) il existe des accords connexes à l'Offre susceptibles d'affecter le traitement équitable des actionnaires de la Société.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur qui résulte d'une acquisition d'un bloc d'actions représentant plus de 30% du capital de la Société ;
- L'Initiateur a indiqué ne pas envisager de procédure de retrait obligatoire de la Société à l'issue de l'Offre ;
- L'Initiateur a fait part de sa volonté de conserver le Management actuel et de poursuivre la stratégie mise en place par celui-ci ;
- il existe des accords connexes à l'Offre entre le Management et BOE Technology que nous avons étudiés afin de nous assurer qu'ils n'affectent pas l'égalité de traitement entre actionnaires.

Il convient tout d'abord d'indiquer que nos analyses des accords connexes nous amène à considérer qu'ils ne sont pas de nature à remettre en question l'égalité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre.

Nous relevons également que le Prix d'Offre est égal au prix de la transaction entre BOE Technology et les Cédants, et correspond bien au prix maximum auquel BOE Technology a acquis des actions au cours des douze derniers mois (les seules actions acquises l'ayant été lors de l'acquisition du Bloc d'Actions au prix de 30€ par action).

Ces transactions nous semblent pertinentes pour apprécier la valeur de la Société car elles résultent de négociations entre des parties indépendantes et bien informées. Les accords connexes identifiés, notamment avec certains Cédants, ne nous paraissent pas de nature à influencer à la baisse sur le prix de ces transactions. Le prix ressortant de ces transactions peut à la fois inclure (i) une décote de bloc, en raison de la difficulté pour

chacun des Cédants à céder sur le marché les blocs d'actions détenus, mais également (ii) une prime de contrôle, la cession du Bloc d'Actions conjointement entre les Cédants leur permettant de céder le contrôle à un acteur stratégique qui peut espérer bénéficier de synergies.

Le Prix d'Offre se situe dans notre fourchette de valorisation issue de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, qui ne prend pas en compte de révision significative du plan d'affaires à la suite de l'entrée au capital de BOE Technology et des derniers résultats publiés par la Société, mais intègre l'hypothèse d'une réduction de l'incertitude sur la réalisation du plan d'affaires communiqué. La prime offerte par rapport à la valeur centrale du DCF s'élève à 6%.

Le Prix d'Offre est par ailleurs légèrement inférieur au consensus actuel des analystes qui suivent la valeur, qui s'établit à 31,0€.

Nous considérons que si le Prix d'Offre reflète la valeur intrinsèque de l'action, les intérêts patrimoniaux des actionnaires sont préservés, qu'ils apportent leurs actions à l'Offre ou décident de les conserver.

Dans ce contexte, nos analyses font ressortir que le Prix d'Offre est cohérent avec l'appréciation que nous pouvons avoir de la valeur de la Société, en tenant compte de la marge d'incertitude caractérisant cette valeur du fait du stade de développement encore limité du marché sur lequel la Société évolue. Les actionnaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre demeureront investis sur une valeur de croissance et seront soumis à l'aléa de développement de la Société sur un marché encore en devenir mais bénéficieront cependant du soutien d'un grand groupe chinois.

Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à considérer que l'Offre, qui revêt un caractère facultatif, est équitable pour les actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité sur leur investissement, le prix s'inscrivant dans la fourchette de valeur déterminée dans nos travaux d'évaluation. Nous considérons donc que le prix de 30,0€ par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 15 janvier 2018

Pour Sorgem Evaluation



Maurice Nussenbaum
Managing Partner



Thomas Hachette
Partner

Annexes

1. Programme de travail

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société au 31/12/2016 et des comptes semestriels au 30/06/2017 ;
- Entretiens avec la Société et l'établissement présentateur sur les points suivants :
 - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > Présentation de la performance historique ;
 - > Discussion sur l'atterrissage 2017 ;
 - > Présentation des perspectives d'évolution à terme ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société ;
 - > Recherche de sociétés comparables cotés ou ayant fait l'objet d'une transaction et examen de la pertinence d'une évaluation fondée sur ces références ;
 - > Evaluation de la Société par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie ;
 - > Analyse de la liquidité et de l'évolution du cours de bourse ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Etablissements présentateurs ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante ;
- Finalisation du rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

SES-imagotag

M. Thierry Gadou : Directeur Général
M. Thierry Lemaitre : Directeur Général Adjoint Finance
Madame Candace Johnson : Administrateur Indépendant

BNP Paribas :

M. Marc Demuth : Managing Director
M. Nicolas Joaille : Director
M. Hubert de Monplanet : Associate

Société Générale :

M. Jean-Charles Bernard : Director
M. Arnaud Dreuillet : Director
M. Florent Guillermain : Associate
M. François Onillion : Analyst

Avocats :

Me. Dominique Bompont : Associé du Cabinet Bompont
Me. Marie-Sarah Dib : collaboratrice au sein du Cabinet Bompont
Me. Jémérie Jeausserand : cabinet Jeausserand Audouard
Me. Alexandre Dejardin : cabinet Jeausserand Audouard
Me. Eléonore Gaulier : cabinet Jeausserand Audouard
Me. Nathalie Nègre-Eveillard : Associée du cabinet White&Case
Me. Hughes Mathez : Associé du cabinet White&Case

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes sociaux et comptes consolidés de SES-imagotag	SES-imagotag
Reporting au 30/06/2017 et au 30/10/2017	SES-imagotag
Plan d'affaires 2017-2020	SES-imagotag
Budget préliminaire 2018 avec détail du <i>pipe</i> commercial 2018	SES-imagotag
Documentation juridique relative à l'opération	SES-imagotag / BNP Paribas
Note d'information de l'établissement présentateur	Société Générale
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg, Thomson Eikon
Notes d'analystes	Bloomberg, Thomson Eikon
Analyse de marché	ABI Research

4. Calendrier de l'étude

- Contact par la Société et établissement d'une lettre de mission : 27 avril 2017.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le conseil d'administration : 27 avril 2017.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse et échanges avec la Société et l'établissement présentateur : du 27 avril au 18 décembre 2017.
- Finalisation des travaux d'évaluation et rédaction du projet de rapport : du 4 décembre au 18 décembre 2017.
- Remise de la version finale de notre rapport le 21 décembre 2017.

5. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève entre 150 000 et 165 000 euros hors taxes.

6. Méthode des multiples boursiers

Nous avons procédé à une recherche de sociétés comparables cotées à l'issue de laquelle nous n'avons identifié qu'un seul comparable, la société Pricer.

Notre analyse du positionnement et des caractéristiques financières de la Société nous a conduit à ne pas considérer ce comparable comme pertinent (voir partie III.1.1) et, par conséquent, à ne pas retenir cette méthode de valorisation.

A titre indicatif, nous présentons néanmoins ci-après les principales caractéristiques de la société Pricer et ses multiples de valorisation.

Principales caractéristiques financières et multiples de valorisation de Pricer

Company		
Magasins équipés	VE (M€)	Capi. boursière (M€)
15 000	82,7	97,6

Financials								
Croissance du CA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18
(13,4%)	2,5%	12,4%	10,1%	8,1%	10,5%	8,5%	6,3%	8,9%

Multiples								
Multiple CA			Multiple EBITDA			Multiple EBIT		
déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18
1,0x	1,0x	0,9x	10,3x	12,5x	8,6x	12,3x	16,1x	10,0x

Source : Thomson Eikon, 11/12/2017

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.ses-imagotag.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de :

NewCap - Relations Investisseurs & Communication Financière
Marc Willaume / Tristan Roquet Montégon : Tél. : 01 44 71 00 13 / ses@newcap.eu

12. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Thierry GADOU
Président-Directeur Général