

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



INITIEE PAR LA SOCIETE



NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR TESSI



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 19-039 le 5 février 2019 sur la présente note en réponse. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet NG Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de la société TESSI (www.tessi.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

TESSI

177 Cours de la Libération
38100 – GRENOBLE

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

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

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	6
3.1	Prêt d'actionnaire entre l'Initiateur et la Société.....	6
3.2	Autres accords	6
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TESSI	7
5.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TESSI	10
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	11
7.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	12
7.1.	Structure du capital de la Société.....	12
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de Commerce	12
7.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce.....	13
7.4.	Liste des détenteurs de tout titre conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle.....	13
7.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	14
7.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	14
7.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.	14
7.8.	Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions.....	14
7.9.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte aux intérêts de la Société.....	15
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire et les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	15
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	60
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	60

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, la société Pixel Holding, société par actions simplifiée au capital de 1.178.591,73 euros, dont le siège social est situé 30 bis rue Sainte-Hélène à Lyon (69002), dont le numéro d'identification est 820 503 621 RCS Lyon (« **Pixel Holding** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux autres actionnaires de la société Tessi, société anonyme au capital de 5.620.974¹ euros, dont le siège social est situé 177, cours de la Libération et du Général de Gaulle à Grenoble (38100), dont le numéro d'identification est 071 501 571 RCS Grenoble (« **Tessi** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites dans la note d'information visée par l'AMF le 5 février 2019 (la « **Note d'Information** »), la totalité de leurs actions Tessi dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-dessous (l'« **Offre** »).

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

Le prix de l'Offre est de 160 euros par action Tessi².

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

• actions Tessi existantes ³	2.810.487
<i>moins</i> actions gratuites Tessi en période de conservation juridiquement indisponibles	12.809
<i>moins</i> actions Tessi détenues par l'Initiateur	1.741.882
Total des actions Tessi concernées par l'Offre	1.055.796

soit un nombre maximum de 1.055.796 actions Tessi représentant 37,57 % du capital et 37,69 % des droits de vote sur la base d'un nombre total de 2.810.487 actions et de 2.816.236 droits de vote théoriques de la Société⁴.

Il est précisé que l'Initiateur a acquis sur le marché 221.771 actions entre le 9 janvier 2019 et le 4 février 2019 (inclus) au prix de l'Offre, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information déposé le 8 janvier 2019 auprès de l'AMF et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF. Il est précisé à toutes fins utiles que les actions TESSI ainsi acquises sont comprises dans les 1.741.882 actions détenues par l'Initiateur indiquées dans le tableau ci-dessus.

Il est indiqué que la Société a attribué des actions gratuites (Directoires des 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018)⁵ qui représentent un nombre égal à 46.491 actions Tessi, qui seront, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) :

¹ Calculé sur la base d'un capital composé de 2.810.487 actions au 21 décembre 2018

² Etant précisé à toutes fins utiles que ce prix de 160 euros s'entend avant détachement du dividende exceptionnel et de l'acompte sur dividende, payables postérieurement à la clôture de l'Offre, tels que décrits au point 2 de la présente note en réponse, qui seront respectivement soumis au vote de l'Assemblée générale des actionnaires de Tessi et à la décision du Directoire.

³ Dont 1.648 actions auto-détenues au 31 janvier 2019. Source : information transmise par le teneur de compte de la Société au 31 janvier 2019

⁴ Source : Information transmise par le teneur de compte de la société en date du 31 janvier 2019

⁵ Dans le cadre des décisions du directoire de la Société des 21 septembre 2017 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018, utilisant l'autorisation qui lui a été octroyée par l'Assemblée Générale Mixte de la Société du 29 juin 2017.

- (i) pour 33.682 d'entre elles, des actions à émettre encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre, qui ne sont par conséquent pas visées par l'Offre, et
- (ii) pour 12.809 d'entre elles, des actions déjà émises mais en période de conservation à la date de clôture de l'Offre et qui, dans la mesure où elles sont juridiquement indisponibles, ne sont pas non plus visées par l'Offre comme indiqué dans le tableau ci-dessus.

Il n'existe pas d'autres titres ou instrument financier pouvant donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de Tessi.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par ODDO BHF SCA (l'« **Etablissement Présentateur** » ou « **ODDO BHF** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les conditions financières de l'Offre ont fait l'objet d'un examen par le cabinet NG Finance, désigné en qualité d'expert indépendant, dont le rapport est reproduit en section 8 de la présente note en réponse.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'annonce du 7 janvier 2019 de Tessi, par voie de communiqué de presse, des opérations suivantes :

- Le refinancement de son endettement financier auprès de partenaires bancaires ;
- Le versement d'un dividende exceptionnel et d'un acompte de dividende, sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale des actionnaires de Tessi dont l'avis de réunion a été publié le 9 janvier 2019, représentant un montant cumulé de 42,70 euros par action, soit 120 millions d'euros (dont 54,10 millions euros, soit 19,25 euros par action, de dividende exceptionnel et 65,91 millions d'euros, soit 23,45 euros par action, d'acompte sur dividende) ;

Le Conseil de Surveillance de Tessi a approuvé ces différents projets dès lors que :

- Tessi a obtenu l'accord de ses partenaires bancaires pour le refinancement de l'intégralité de sa dette, avec une nouvelle dette senior de 165 millions d'euros induisant un levier net 2018 d'environ 0,5x EBITDA avant dividende et 2,5x EBITDA après dividende. Cet accord prévoit la signature d'une documentation bancaire dont les principaux termes ont déjà été convenus entre les parties. La Société obtiendra ainsi des conditions d'endettement à la fois plus favorables avec une baisse du coût de financement de 10bps, et plus flexibles, avec un allongement de 2 ans de la maturité de ses dettes et un allègement des covenants (passage de 2 covenants à un seul). Ces ressources permettront à Tessi de rembourser le prêt d'actionnaire que lui a consenti Pixel Holding en 2017, et concourront au financement des distributions précédemment évoquées ;
- Les distributions proposées par Tessi permettront à la Société de distribuer le produit de la cession de la participation détenue dans CPoR Devises réalisée le 31 décembre 2018, et de s'adapter au recentrage de ses activités sur le *Business Process Outsourcing* (BPO) ;
- Le Conseil de surveillance a considéré que ce refinancement et les distributions de dividende et d'acompte sur dividende envisagées sont ainsi conformes aux intérêts de Tessi. Cette appréciation a été portée notamment au vu des résultats d'une mission d'expertise indépendante confiée au cabinet Sorgem Evaluation qui conclut « *dans les conditions actuelles de marché tant économiques que financières, l'opération de refinancement envisagée ne remet pas en cause la solvabilité ni la viabilité de la société TESSI* ».

Par ailleurs, dans le cadre d'une opération de « *sale and lease back* », la Société a conclu une promesse de vente le 20 décembre 2018, dont la réalisation est prévue pour le premier trimestre 2019. Cette opération consistera à céder plusieurs locaux détenus par la Société (à Bordeaux, Nanterre, Lyon et Coulommiers) pour un montant de 19,8 millions d'euros net des frais de cession, puis de procéder à une location de ces derniers moyennant le paiement de loyers de l'ordre de 1,4 million d'euros par an fondés sur le montant des loyers actuels.

L'Offre permettra par conséquent d'offrir aux actionnaires de Tessi une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation, dans un contexte (i) de changement de structure bilancielle de Tessi accompagnée d'une augmentation du levier d'endettement, (ii) d'un recentrage des activités de Tessi sur ses activités de BPO et (iii) d'une faible liquidité de l'action Tessi sur le marché.

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

3.1 Prêt d'actionnaire entre l'Initiateur et la Société

Il est rappelé que l'Initiateur a consenti à la Société, le 12 janvier 2017, un prêt intragroupe d'un montant initial de 47.800.000 euros, ayant pour objet le refinancement partiel de l'endettement financier du groupe Tessi rendu exigible au titre du changement de contrôle de Tessi résultant de l'acquisition de la participation majoritaire détenue par la famille Rebouah au capital de Tessi par Pixel Holding. Ce prêt a été consenti pour une durée de sept ans et demi avec remboursement in fine et produisait initialement des intérêts à un taux de 4,8%, ce taux ayant été fixé lors de la mise en place du prêt sur la base du rapport du cabinet NG Finance, agissant en qualité d'expert externe.

Ce taux d'intérêt initial de 4,8% a ensuite été ramené à 3,8 %, par avenant avec effet au 20 juillet 2017, à la suite d'une renégociation ayant donné lieu à une réduction de 1% des taux d'intérêts applicables aux financements reçus par Pixel Holding au titre de sa documentation de financement en date du 12 janvier 2017.

Il est envisagé que Tessi procède au remboursement intégral de ce prêt d'actionnaire, correspondant à un montant de 29,37 millions d'euros. Le conseil de surveillance de Tessi a autorisé le 7 janvier 2019 un tel remboursement, sous réserve de la mise en place du refinancement du groupe Tessi annoncé dans son communiqué de presse du 7 janvier 2019. Ce remboursement aurait lieu postérieurement à la clôture de l'Offre.

3.2 Autres accords

En dehors des opérations décrites en section 2 (*Contexte et motifs de l'Offre*) de la présente note en réponse, des promesses d'achat et de vente croisées portant sur les actions gratuites décrites en section 2.4 (*Situation des bénéficiaires d'actions gratuites*) de la Note d'Information et du prêt d'actionnaire mentionné ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TESSI

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de la Société se sont réunis le 7 janvier 2019, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents ou représentés audit Conseil de Surveillance, Monsieur Vincent Menez, Madame Marine Drumain Dentressangle, Monsieur Jean-Louis Savoye, Madame Nathalie Gak, la Société HLD Conseils (représentée par Monsieur Jean-Hubert Vial), Monsieur Michel Angé (membre indépendant), la société Fondelys (représentée par Monsieur Henri Dufer) (membre indépendant), Madame Sophie Sauvage, la société HLD Europe (représentée par Madame Anne Canel) et Monsieur Daniel Aquaba.

Assistait également au Conseil, le Cabinet NG Finance, Expert Indépendant,

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

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de Surveillance ont eu connaissance :

- (i) du projet de note d'information établi par l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par ODDO BHF ;
- (ii) du projet de rapport du cabinet NG Finance, Expert indépendant, conformément aux articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF ; et
- (iii) du projet de note en réponse de Tessi établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil de Surveillance a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents ou représentés, en ce compris ses membres indépendants :

*« Monsieur le Président expose aux membres du Conseil de Surveillance qu'ils sont réunis afin d'examiner le projet d'offre publique qui sera déposé le 8 janvier 2019 par Pixel Holding (« **Pixel Holding** » ou l'« **Initiateur** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») dont la Société a été informée préalablement par l'Initiateur.*

*Ce projet d'offre est un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), portant sur la totalité des actions de la Société, à l'exception des actions détenues par l'Initiateur et des actions attribuées gratuitement par la Société et qui se trouvent encore en période de conservation et sont à ce titre juridiquement indisponibles. L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF.*

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 160 euros par action étant précisé, à toutes fins utiles, que ce prix de 160 euros s'entend avant détachement du dividende exceptionnel et de l'acompte sur dividende, payables postérieurement à la clôture de l'Offre, tels que décrits dans le projet de note en réponse.

Monsieur le Président rappelle que le projet de note d'information établi par l'Initiateur et qui sera déposé auprès de l'AMF le 8 janvier 2019, contient en particulier les caractéristiques de l'Offre et les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par ODDO BHF SCA (établissement présentateur de l'Offre) qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Monsieur le Président rappelle au Conseil de Surveillance qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et salariés.

Il rappelle en outre que les projets de note d'information, de note en réponse de la Société et de rapport de l'expert indépendant ont été communiqués le 4 janvier 2019 aux membres du Conseil de Surveillance en vue de la présente réunion.

Monsieur le Président invite le représentant du Cabinet NG Finance à remettre au Conseil de Surveillance son rapport et à présenter au Conseil les principaux termes et les conclusions dudit rapport.

L'expert indépendant rappelle en premier lieu que, « conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, l'Initiateur, les Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission, nous avons ainsi été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance ».

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

« Au vu de l'ensemble de ces éléments et de nos travaux d'évaluation, nous considérons que le Prix d'Offre de 160 € est raisonnable et équitable pour les porteurs de titres de la Société au regard des risques supportés par les détenteurs de ces instruments.

Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, les caractéristiques de l'Opération envisagée sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ».

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

- le rapport de l'expert indépendant conclut au caractère raisonnable équitable de l'Offre pour les porteurs de titres à un prix de 160 euros au regard des risques supportés par les détenteurs de ces instruments ;
- Le Prix d'Offre de 160,0 € par action est compris dans le haut de la fourchette de valeurs résultant de l'analyse de l'expert indépendant, il est notamment encadré par les résultats des méthodes DCF. Le bas de la fourchette fait ressortir une prime de +5,0% tandis que le haut de la fourchette fait apparaître une décote de -2,5%.
- Le cours de bourse de référence, soit la moyenne pondérée 1 mois à Date d'Evaluation, est de 114,7 € par action. En tenant compte de ce cours, la prime accordée aux porteurs d'actions compte tenu du Prix de l'Offre ressort à 39,5 %. En considérant un cours spot de 125,0 €, la prime s'élève ainsi à 28,0% ».

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

- de la Société, dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée à ce jour par Pixel Holding et puisque l'Initiateur a l'intention de poursuivre la stratégie industrielle de la Société;
- de ses actionnaires, puisque l'Offre donnera à ces derniers une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à des conditions financières jugées équitables par l'expert indépendant; et

- de ses salariés, puisque l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines.

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

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

Dans ces conditions :

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

En outre, le Conseil de Surveillance décide que les 1.831 actions auto-détenues par la Société à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre afin de conserver quelques titres pour alimenter le fonctionnement du contrat de liquidité.

Enfin, le Conseil de Surveillance prend acte que le Directoire finalisera et déposera le 8 janvier 2019, auprès de l'AMF, le projet de note en réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport d'expertise et la position exprimée par le Conseil de Surveillance relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. »

Suite aux modifications apportées par l'Expert Indépendant à son rapport initial en date du 7 janvier 2019, les Membres du Conseil de Surveillance se sont réunis de nouveau le 28 janvier 2019 afin de réitérer, ou non, leurs avis et recommandations dans le cadre de l'Offre au vu du rapport de l'Expert Indépendant dans sa version finale en date du 23 janvier 2019.

Le Conseil de Surveillance du 28 janvier 2019 a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents ou représentés, en ce compris ses membres indépendants :

« Il est rappelé qu'à la suite du Conseil de Surveillance du 7 janvier 2019 ayant rendu son avis motivé sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par PIXEL Holding sur TESSI (l'« **Offre** »), le projet de note d'information de PIXEL Holding et le projet de note en réponse de TESSI ont été déposés auprès de l'AMF le 8 janvier 2019 et ont été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF, de PIXEL Holding et TESSI.

Dans le cadre de l'instruction du projet d'Offre par l'AMF, l'Expert Indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Tessi dans le cadre de l'Offre, a été amené à compléter son rapport initial en date du 7 janvier 2019, sans remettre en cause ses conclusions.

Ledit rapport, dans sa version finale du 23 janvier 2019, a été communiqué aux Membres du Conseil de Surveillance le 23 janvier 2019 avec la convocation.

Monsieur le Président expose aux membres du Conseil de Surveillance qu'ils sont par conséquent à nouveau réunis afin de réitérer, ou non, leurs avis et recommandations dans le cadre de l'Offre au vu du rapport modifié de l'Expert Indépendant.

Il est ensuite donné la parole à Jacques-Henri HACQUIN du Cabinet NG Finance pour que ce dernier présente les modifications apportées à son précédent rapport.

L'expert indépendant précise qu'il a notamment apprécié dans cette nouvelle version les accords connexes relatifs à l'offre publique d'achat simplifiée, en ce compris l'opération de Sale & Leaseback, le refinancement, les versements de dividendes et le remboursement du prêt d'actionnaire et qu'il a ajouté dans sa conclusion « Nous n'avons pas relevé, dans ces accords connexes, de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires de Tessi apportant leurs titres à l'Offre. Ces opérations sont équitables du point de vue des actionnaires minoritaires de Tessi et n'avantagent pas certains actionnaires au détriment d'autres. »

Il est ensuite rappelé les conclusions dudit rapport, inchangées par rapport à la version du 7 janvier 2019 de ce rapport :

« Au vu de l'ensemble de ces éléments et de nos travaux d'évaluation, nous considérons que le Prix d'Offre de 160 € est raisonnable et équitable pour les porteurs de titres de la Société au regard des risques supportés par les détenteurs de ces instruments.

Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, les caractéristiques de l'Opération envisagée sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ».

Au vu des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, le Conseil de Surveillance décide-à l'unanimité des membres présents ou représentés de réitérer son avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant à nouveau que l'Offre est conforme aux intérêts :

- de la Société, dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée à ce jour par Pixel Holding et puisque l'Initiateur a l'intention de poursuivre la stratégie industrielle de la Société ;*
- de ses actionnaires, puisque l'Offre donnera à ces derniers une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à des conditions financières jugées équitables par l'expert indépendant ; et*
- de ses salariés, puisque l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines.*

Le Conseil de Surveillance, décide de réitérer, à l'unanimité des Membres présents ou représentés, sa recommandation, à ceux des Actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs actions à l'Offre. »

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TESSI

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

Membres du Conseil de Surveillance	Nombre d'actions Tessi détenues	Apport à l'Offre
Monsieur Vincent Menez	0	NA
Monsieur Jean-Louis Savoye	0	NA
Madame Nathalie Gak	0	NA
Madame Marine Drumain Dentressangle	0	NA
Madame Sophie Sauvage	0	NA
HLD Conseils, représentée par Monsieur Jean-Hubert Vial	0	NA
HLD Europe représentée par Madame Anne Canel	0	NA
Monsieur Michel Angé	100	Non
FONDELYS représenté par Monsieur Henri Dufer	99	Non
Monsieur Daniel Aquaba	0	NA

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

Le Conseil de Surveillance, lors de sa séance du 7 janvier 2019, a décidé, de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société, étant précisé qu'au 31 janvier 2019, la Société détenait en propre 1.648 actions et que le contrat de liquidité a été suspendu au jour du dépôt du projet d'Offre.

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

7.1. Structure du capital de la Société

Le capital social de Société s'élève à 5.620.974 euros, divisé en 2.810.487 actions, d'une valeur nominale de 2 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant des franchissements de seuils communiqués en application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de Commerce et de l'article 11 des statuts de la société, le capital et les droits de vote de Tessi sont répartis comme suit à la date des présentes :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% de droits de vote*
Pixel Holding	1.741.882	61,98 %	1.741.882	61,85 %
Moneta Asset Management ⁶	211.000	7,51 %	211.000	7,49 %
Amiral Gestion ⁷	145.372	5,17 %	145.372	5,16 %
Sycomore Asset Management ⁸	141.534	5,04 %	141.534	5,03 %
Public	569.051	20,25 %	574.800	20,41 %
Actions auto-détenues	1.648	0,06 %	1.648 **	0,06 % **
TOTAL	2.810.487	100%	2.816.236	100%

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

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

La Société a par ailleurs attribué des actions gratuites (Directoires des 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018)⁹ qui représentent un nombre égal à 46.491 actions Tessi, dont :

- (i) 33.682 actions à émettre encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre, et
- (ii) 12.809 actions déjà émises mais en période de conservation à la date de clôture de l'Offre et qui sont juridiquement indisponibles. Il est précisé à toutes fins utiles que ces 12.809 actions sont incluses dans le chiffre de 2.810.487 composant le capital de Tessi indiqué dans le tableau ci-dessus.

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

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

⁶ Source : dernière déclaration de franchissement de seuils effectuée par Moneta Asset Management (n°217C0291) et déclaration de franchissement de seuil statutaire en date du 10 octobre 2018.

⁷ Source : dernière déclaration des achats et des ventes effectués pendant une offre publique par Amiral Gestion (n°219C0124)

⁸ Source : dernière déclaration de franchissement de seuils effectuée par Sycomore Asset Management (218C1697)

⁹ Dans le cadre des décisions du directoire de la Société des 21 septembre, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018, utilisant l'autorisation qui lui a été octroyée par l'Assemblée Générale Mixte de la Société du 29 juin 2017.

L'article 11 des statuts de la Société stipule que « *tout actionnaire venant à détenir, directement ou indirectement, seul ou de concert, 2,5% au moins du capital ou des droits de vote, ou tout multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer la Société dans les quinze jours, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée à son siège social.*

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

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

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

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

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

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

En outre, depuis la clôture de l'exercice clos le 31 décembre 2017, les notifications de franchissements de seuils suivantes ont été reçues en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce et des dispositions statutaires :

- la société Amiral Gestion a déclaré avoir franchi à la hausse, le 11 décembre 2018, le seuil de 5% du capital et des droits de vote (avis AMF n°218 C1961) ;
- la société Moneta Asset Management a déclaré avoir franchi à la hausse, le 5 octobre 2018, le seuil statutaire de 7,5 % du capital et des droits de vote ;
- la société Sycomore Asset Management a déclaré avoir franchi à la hausse le 16 octobre 2018, le seuil de 5 % du capital et des droits de vote (avis AMF n°218C1697).

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

L'article 21 des statuts de la Société stipule que « *Tout titulaire d'actions entièrement libérées, qui justifie d'une inscription nominative à son nom depuis quatre ans au moins, jouit du droit de vote double prévu par la loi. En outre, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double sera conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions nouvelles, pour lesquelles il bénéficie de ce droit* ».

Le droit de vote double attaché à l'action est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété desdites actions, sauf en cas de transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, ledit transfert n'interrompt pas le délai de 4 ans.

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

Néant

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

La Société n'a connaissance, à la date de la présente note en réponse, d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote

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

A l'exception de la stipulation ci-après relative à l'âge des Membres du Conseil de Surveillance, 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 de Surveillance, du Directoire ou la modification des statuts :

- Les Membres du Conseil de Surveillance ne doivent pas être âgés de plus de 85 ans.

7.8. Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Nonobstant les limitations de pouvoirs d'ordre interne, le Directoire dispose, à la date de la présente note en réponse, des autorisations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions :

Date de l'Assemblée Générale	Nature des autorisations - délégations	Durée	Utilisation au cours de l'exercice	Montant nominal maximum autorisé et/ou pourcentage du capital autorisé
28 juin 2018 (17 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Directoire en vue de l'achat, par la Société, de ses propres actions en application de l'article L. 225-209 du Code de Commerce	18 mois	Néant	10 % maximum du capital social
28 juin 2018 (19 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Directoire à l'effet de réduire le capital social par annulation des titres auto-détenus	18 mois	Néant	10 % maximum du capital social

Date de l'Assemblée Générale	Nature des autorisations - délégations	Durée	Utilisation au cours de l'exercice	Montant nominal maximum autorisé et/ou pourcentage du capital autorisé
28 juin 2018 (26 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Directoire à l'effet d'augmenter le capital social par voie d'incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	26 mois	Néant	3.000.000 euros
28 juin 2018 (28 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Directoire à l'effet de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés de la Société et des sociétés de son Groupe	26 mois	Néant	150.000 euros
29 juin 2017 (25 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Directoire à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions ordinaires existantes ou à émettre	38 mois	49.869 ¹⁰ actions (1,77 % du capital)	Maximum de 4 % du capital social avec un sous-plafond de 0,88 % du capital social pour les actions attribuées aux mandataires sociaux

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

A l'exception de ce qui figure au paragraphe IX du rapport sur le gouvernement d'entreprise 2017 de Tessi, il n'existe, à la connaissance de la Société et à la date de la présente note en réponse, aucun accord en vigueur conclu par Tessi susceptible d'être résilié ou modifié en cas de changement de contrôle de la Société.

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

- Le contrat de travail de certains salariés du Groupe sont assortis d'une clause de non concurrence. Ces salariés bénéficieront en contre partie du respect de l'obligation de non concurrence d'une durée d'un an, d'une indemnité, mensuelle, spéciale au minimum égale à 60 % du salaire moyen brut effectivement perçus par ces derniers au cours des 12 derniers mois précédant la date de cessation de leurs fonctions.
- Les membres du Directoire bénéficient, à la date de la présente note en réponse, des accords suivants prévoyant des indemnités pour ces derniers, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique¹¹ :

¹⁰ Directoire du 21 septembre 2017, Directoire du 21 novembre 2017 et Directoire du 21 décembre 2018

Engagements concernant Madame Claire Fistarol en sa qualité de Présidente et membre du Directoire

1. Indemnités de départ

Madame Claire Fistarol, en sa qualité de Présidente et membre du Directoire de la société Tessi, bénéficiera :

- en cas de révocation ou de non renouvellement de son mandat (dans chaque cas pour une raison autre qu'une faute lourde), d'une indemnité de révocation égale à un montant brut d'1.000.000 € ;
- en cas d'absence de prise en charge pendant un délai de carence/d'attente par l'assurance GSC souscrite à son profit et couvrant le risque de perte de son mandat, d'une indemnité compensatrice correspondant au montant net de charges sociales et d'impôts qu'elle aurait été en droit de percevoir au titre de son assurance GSC une fois le délai de carence/d'attente échu.

2. Indemnité de non-concurrence

Madame Claire Fistarol bénéficiera, en contrepartie du respect d'une obligation de non concurrence d'une durée de douze mois, d'une indemnité mensuelle égale à 35% de (i) la rémunération fixe mensuelle moyenne effectivement perçue par cette dernière au cours des douze derniers mois précédant la date de cessation de ses fonctions et de (ii) sa rémunération variable.

La société Tessi pourrait décider de libérer Madame Claire Fistarol de son obligation de non concurrence et corrélativement, renoncer au versement de l'indemnité de non-concurrence.

Engagements concernant Monsieur Olivier Jolland en sa qualité de Directeur Général et membre du Directoire

1. Indemnités de départ

Monsieur Olivier Jolland, en sa qualité de Directeur Général et membre du Directoire de la société Tessi, bénéficiera :

- en cas de révocation ou de non-renouvellement de son mandat (dans chaque cas pour une raison autre qu'une faute lourde), d'une indemnité de révocation égale à un montant brut de 600.000 € ;
- en cas d'absence de prise en charge pendant un délai de carence/d'attente par l'assurance GSC souscrite à son profit et couvrant le risque de perte de son mandat, d'une indemnité compensatrice correspondant au montant net de charges sociales et d'impôts qu'il aurait été en droit de percevoir au titre de son assurance GSC une fois le délai de carence/d'attente échu.

2. Indemnité de non-concurrence

Monsieur Olivier Jolland bénéficiera, en contrepartie du respect d'une obligation de non concurrence d'une durée de douze mois, d'une indemnité mensuelle égale à 35% de (i) la rémunération fixe mensuelle moyenne effectivement perçue par ce dernier au cours des douze (12) derniers mois précédant la date de cessation des fonctions et de (ii) sa rémunération variable.

La société Tessi pourrait décider de libérer Monsieur Olivier Jolland de son obligation de non concurrence et corrélativement, renoncer au versement de l'indemnité de non-concurrence.

¹¹ Communiqué du 27 février 2017 (source site internet de la Société)

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport de l'expert indépendant NG Finance, initialement établi le 7 janvier 2019, a été complété en date du 23 janvier 2019, sans que cela ne remette en cause ses conclusions. Il est intégralement reproduit ci-après dans sa version finale du 23 janvier 2019.

Tessi

Société anonyme
au capital de 5.620.974 euros
177, cours de la Libération et du Général de Gaulle
38100 Grenoble

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

ATTESTATION D'EQUITE

RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

23 janvier 2019

*NG Finance est une Société par Actions Simplifiée de droit français.
N° SIRET : 532 208 709 00016 N° TVA intra FR 28532208709*

*NG Finance - 152, boulevard Haussmann - 75008 Paris
Tel : 01 84 16 40 52*

SOMMAIRE

I. CONTEXTE DE L'OPERATION.....	3
I.1 Présentation de l'Offre	3
I.2 Contexte de l'Offre	4
I.3 Cadre réglementaire de l'intervention de NG Finance.....	4
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	5
II.1 Présentation de NG Finance	5
II.2 Equipe associée à la réalisation de la mission	5
II.3 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	6
II.4 Déclaration d'indépendance.....	6
II.5 Rémunération de l'Expert Indépendant	7
II.6 Code déontologique	7
II.7 Diligences effectuées par NG Finance	7
II.8 Calendrier de l'étude	8
II.9 Liste des personnes rencontrées	8
II.10 Limites de notre étude.....	8
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE	9
III.1 Présentation des activités de la Société	9
III.2 Répartition et historique de l'activité	13
III.3 Analyse du cours de bourse.....	17
III.4 Actionnariat de la Société	18
IV. TRAVAUX D'EVALUATION DES TITRES DE LA SOCIETE	20
IV.1 Méthodologies retenues	20
IV.2 Méthodologies non retenues.....	21
IV.3 Valorisation par le cours de bourse	22
IV.4 Valorisation par les DCF	23
IV.5 Méthode des comparables boursiers (méthode présentée à titre indicatif)	31
IV.6 Résultats des méthodes non retenues	33
IV.7 Opérations connexes	34
IV.8 Synthèse de valorisation	36
V. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE	36
V.1 Choix des méthodes d'évaluation	36
V.2 Analyse des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres	37
V.3 Application de la méthode des DCF	38
V.4 Méthode des multiples boursiers	38
V.5 Méthode des multiples transactionnels	38
VI. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE	40
VII. ANNEXES AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	41

I. CONTEXTE DE L'OPERATION

I.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, la société Pixel Holding, société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 30 bis, rue Sainte-Hélène, 69002 Lyon, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 820 503 621 (« **Pixel Holding** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Tessi, société anonyme, dont le siège social est sis 177, cours de la Libération et du Général de Gaulle, 38100 Grenoble, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grenoble sous le numéro 071 501 571 (« **Tessi** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0004529147, d'acquérir la totalité de leurs actions Tessi au prix unitaire de 160,0 euros (le « **Prix d'Offre** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur est détenu, à la date de l'Offre, à hauteur de 100,0% par la société Pixel Holding 2 SAS, société par actions simplifiée. Pixel Holding 2 est elle-même détenue (i) à hauteur de 75,2% du capital social et des droits de vote par HLDI, société par actions simplifiée de droit français et (ii) à hauteur de 22,2% du capital social et des droits de vote par HLD Europe, société en commandite par actions de droit luxembourgeois, ainsi que (iii) 1,6% par la ManCo Pixel Management et (iv) 0,9% par plusieurs managers.

L'Offre porte sur la totalité des actions Tessi en circulation non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur en tenant compte des actions Tessi existantes, conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, soit un total de 1.277.567 actions, en considérant :

- un nombre de 2.810.487 actions existantes ;
- moins 1.520.111 actions Tessi détenues par l'Initiateur ;
- moins 12.809 actions en période de conservation juridiquement indisponibles.

Il est indiqué que les actions gratuites de la Société attribuées les 21 septembre, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018¹ qui représentent, un nombre égal à 46.491 actions Tessi, seront, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables :

- pour 33.682 d'entre elles, des actions à émettre encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre, et
- pour 12.809 d'entre elles, des actions déjà émises mais en période de conservation à la date de clôture de l'Offre et qui, dans la mesure où elles sont juridiquement indisponibles, ne sont pas non plus visées par l'Offre comme indiqué ci-dessus.

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

Le prix de l'Offre est de 160,0 euros par action avant détachement du dividende exceptionnel et de l'acompte sur dividende qui seront soumis à l'approbation de l'Assemblée Générale du 13 février 2019. Les travaux d'évaluation suivant ne prennent pas en compte le détachement de ce dividende (sans incidence sur la valorisation par action).

Oddo BHF SCA (ci-après « **Oddo BHF** » ou l'« **Etablissement Présentateur** ») est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

¹ Dans le cadre des autorisations du directoire de la Société des 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018, utilisant l'autorisation qui lui a été octroyée par l'Assemblée générale extraordinaire de la Société du 29 juin 2017.

I.2 Contexte de l'Offre

L'Offre permettra d'offrir aux actionnaires de Tessi une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation, dans le contexte :

- d'un changement de structure bilancielle de Tessi accompagnée d'une augmentation du levier d'endettement et ainsi que d'un changement du profil de risque de la Société ;
- d'un changement de périmètre d'activité, la cession de CPoR Devises réduisant la diversification des activités de Tessi en recentrant le groupe sur ses activités de Business Process Outsourcing (« BPO ») et ;
- d'une très faible liquidité quotidienne limitant ainsi leurs possibilités de cession d'actions.

La Société a annoncé le 7 janvier 2019 par voie de communiqué de presse, le refinancement de son endettement financier auprès de ses partenaires bancaires. Par le biais du même communiqué, la Société a également annoncé le versement, sous réserve de l'approbation par l'Assemblée générale des actionnaires de Tessi d'un dividende exceptionnel de 54.101.874,75 euros prélevé sur le poste « Réserves » et d'un acompte sur dividende de 65.905.920,15 euros. Ces distributions font suite à la cession effective de CPoR Devises, dont la réalisation est intervenue le 31 décembre 2018.

Les distributions proposées par Tessi permettront à la Société de distribuer le produit de la cession de la participation détenue dans CPoR Devises, d'optimiser la structure bilancielle de Tessi après cette cession et de l'adapter au recentrage de ses activités sur le BPO.

Le refinancement permet à Tessi d'obtenir des conditions d'endettement à la fois plus favorables et plus flexibles, permettant in fine de diminuer le poids des charges financières. L'opération de refinancement a pour objectif de baisser le coût de la dette à un taux moyen de 3,3%. La flexibilité instaurée par cette opération de refinancement est liée à la mise en place d'une tranche remboursable in fine représentant 70% du montant. Elle permet également un allongement de 2 ans de la maturité des dettes ainsi qu'un allègement de ses covenants. Ces ressources concourront par ailleurs au financement de la part des distributions non financées par la vente de la participation de Tessi dans CPoR Devises.

I.3 Cadre réglementaire de l'intervention de NG Finance

Le rapport est établi par le cabinet NG Finance, représenté par MM. Jacques-Henri Hacquin et Olivier Schwab, agissant en qualité d'expert indépendant, conformément à l'article 261-1 I., 1° et 4° du règlement général de l'AMF². Les opérations connexes susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation des conditions de l'Offre sont traitées au sein de ce rapport dans la partie IV.7.

Le cabinet NG Finance, a été mandaté le 28 septembre 2018 par M. Olivier Jolland, Directeur Général de la Société, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Tessi dans le cadre de la présente Offre (l'« **Expert Indépendant** »). Cette désignation a fait l'objet d'une ratification par le Conseil de surveillance de Tessi du 7 janvier 2019.

Le rapport que nous avons établi, et ses conclusions, ont été présentés lors du Conseil de surveillance de Tessi du 7 janvier 2019. Il a fait l'objet de compléments d'informations et de certaines modifications depuis cette date, lesquelles ne remettent en cause ni sa substance, ni les conclusions alors présentées ; le présent rapport complet remplaçant celui précédemment établi.

² Article 261-1 I., 1° : « Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » ;

Article 261-1 I., 4° : « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ».

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

II.1 Présentation de NG Finance

NG Finance est un cabinet de référence en expertise et conseil indépendant spécialisé sur les activités d'évaluation et de conseil financier pour les sociétés cotées et non cotées, en France et à l'international. Le cabinet propose un large panel de solutions en finance d'entreprise dans les trois domaines que sont : l'évaluation financière, l'assistance aux contentieux et arbitrages, les modélisations comptables et financières. Créé en 2011, NG Finance compte 20 employés au 1er janvier 2019, répartis sur les bureaux à Paris, à Genève, à Bruxelles, et à Londres. Sur l'année 2018, près de 200 missions ont été réalisées. Le capital de NG Finance est détenu par les deux associés, Olivier Schwab et Jacques-Henri Hacquin, membres de l'AFITE et de la SFAF, ainsi que quelques minoritaires. Olivier Schwab est membre de l'EFFAS, de l'A3E (association professionnelle regroupant des professionnels de l'évaluation financière) et de la DFCG.

Fortes d'expériences significatives au sein de banques d'investissement de premier plan et des grands cabinets de conseil, les équipes de NG Finance répondent aux exigences techniques d'expertise indépendante ainsi qu'aux règles de bonne conduite et de déontologie auxquelles elles sont soumises. Ses membres respectent ainsi en permanence les règles et les méthodologies d'évaluation par catégories d'actifs conformes aux meilleures pratiques.

Les équipes interviennent régulièrement pour le compte de sociétés en France mais aussi à l'international. Leurs travaux d'évaluation financière s'inscrivent dans le cadre :

- d'opérations de restructurations légales internes (apport, cession, fusion d'entités légales et/ou branches d'activités de groupes) ;
- d'opérations de restructuration de capital (augmentation de capital, entrée/sortie de minoritaires, financement externe, etc.) ;
- de réalisation ou revue d'allocation du prix d'acquisition et de travaux de réalisation ou revue de tests de dépréciation.
- le cabinet a également développé une expertise réputée sur les problématiques de :
 - valorisation d'actifs incorporels (brevets, molécules, etc.) et d'actifs corporels (terrains, équipements industriels, stocks, etc.) ;
 - valorisation d'instruments financiers (Bons de Souscription d'Actions (BSA), Obligations convertibles (OC), Actions De Préférence (ADP), Attributions Gratuites d'Actions (AGA), etc.).

II.2 Equipe associée à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Jacques-Henri Hacquin, Associé Fondateur du cabinet NG Finance, avec le concours de Ghislain d'Ouince (Directeur), de Christophe Lam (Manager), d'Alexis Szabo (Analyste) et de Florian Pelletier (Analyste) et revue par Olivier Schwab, Associé Fondateur du cabinet NG Finance.

Jacques-Henri Hacquin dispose de plus de 15 années d'expérience professionnelle au sein de banques d'affaires et de cabinets d'audit et de conseil en « Corporate Finance » (valorisation, modélisation financière, fusions & acquisitions). Il conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées.

Jacques-Henri Hacquin est diplômé du mastère spécialisé en Ingénierie Financière de l'EM Lyon. Il est membre de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF).

Par ailleurs, Jacques-Henri Hacquin est l'auteur d'articles publiés dans la presse spécialisée (Les Echos, Option Finance, Echange, Fusions & Acquisitions Magazine, l'Agéfi) et est maître de conférences à l'EM Lyon.

Olivier Schwab dispose de plus de 25 années d'expérience professionnelle au sein de banques d'affaires et de cabinets d'audit et de conseil en finance d'entreprise (valorisation, modélisation financière, fusions & acquisitions). Il a précédemment travaillé durant 10 ans pour le cabinet Ernst & Young (devenu EY), à Londres et à Paris, où il a largement contribué au développement des lignes de services Evaluation et Modélisation Financière avant de devenir responsable pour la France du département dédié au conseil en évaluation financière au sein de KPMG Corporate Finance.

Il possède une expérience significative dans les missions d'évaluation à caractère transactionnel (expertises indépendantes / attestations d'équité, fusions & acquisitions, litiges, etc.), fiscal (réorganisations juridiques, plans d'intéressement de cadres et salariés), comptable (allocations du prix d'acquisition, tests de dépréciation) et financier (cartographies et gestions de portefeuilles de participations).

Olivier Schwab est diplômé du mastère spécialisé en Ingénierie Financière de l'EM Lyon, de la SFAF et de l'EFFAS, et maître de conférences à Science Po Paris.

Ghislain d'Ouince a assuré la réalisation et le suivi quotidien de la Mission en tant que Directeur de Mission. Il est diplômé de l'EM Lyon et dispose de plus de 8 années d'expérience professionnelle au sein de banques d'affaires et de départements fusions-acquisition au sein d'entreprises « corporate ». Ghislain traite quotidiennement des problématiques d'évaluation des titres des entreprises cotées et non cotées, ainsi que des impacts liés aux rapprochements d'entreprises (problématiques de dilution et de relation). Il conduit régulièrement des formations en expertise indépendante pour des banques d'affaires et cabinets d'avocats et intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et d'évaluation.

Christophe Lam est intégré à l'équipe en tant que Manager. Christophe est spécialisé en évaluation de sociétés et de titres financiers complexes. Christophe a travaillé pendant plus de 6 années à l'évaluation des sociétés et des titres financiers dans divers contextes, concernant des sociétés cotées et non cotées, à Paris et à New York (SGCIB et KPMG). Il est spécialisé sur les opérations stratégiques (conversion de titres hybrides, rachat de titres, parités de conversion, opérations d'échanges). Il est doctorant et enseigne l'évaluation d'entreprise et des titres financiers à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

Pour répondre aux attentes de la Société et réaliser l'Opération dans les délais impartis, NG Finance a ajouté à l'équipe 2 analystes dédiés à cette mission, **Alexis Szabo** et **Florian Pelletier**.

II.3 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a travaillé sur les missions d'expertise indépendante suivantes :

- Juin 2016 : Opérations d'Offre Publique d'Achat Simplifiée du Groupe Hong Kong Weidong Cloud Education Group sur les titres de la Demos SA et augmentation de capital réservée de la Société Demos SA ;
- Mai 2017 : Opération d'émission d'obligations convertibles réservée effectuée par la société Advenis.

II.4 Déclaration d'indépendance

Le cabinet NG Finance est indépendant de la Société, de l'Initiateur et de leurs conseils juridiques et financiers (les « Conseils »), ainsi que de l'établissement présentateur désigné dans le cadre de l'Offre :

- NG Finance n'a aucun lien juridique ou financier avec la Société, l'Initiateur et les Conseils ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 ;
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils et l'établissement présentateur ;
- nous n'avons pas conseillé la Société ou toute personne que la Société contrôle au sein de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois. NG Finance a cependant, dans un délai supérieur à dix-huit mois, conseillé la Société dans le cadre d'une attestation de taux d'intérêts relatif à l'émission de produits obligataires.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, l'Initiateur, les Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission, nous avons ainsi été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

Le cabinet NG Finance a également signé une déclaration d'indépendance dans sa lettre de mission.

II.5 Rémunération de l'Expert Indépendant

La lettre de mission émise par NG Finance et signée par la Société fait état d'une estimation de rémunération devant être perçue par NG Finance au titre de la présente opération à hauteur de 40 000 €, hors taxes et hors débours, sur la base d'une hypothèse de fin de travaux au 19 octobre 2018.

Compte tenu des travaux additionnels effectués par rapport aux chantiers anticipés dans la lettre de mission initiale, la rémunération finale de NG Finance a été recalculée sur la base du temps de travail effectif au-delà du 19 octobre 2018 qui a entraîné un complément de rémunération de 56 664 €, portant la rémunération totale de NG Finance à 96 664 €, hors taxes et débours. Les travaux après la date du 19 octobre 2018 s'expliquent entre autres par la finalisation des détails concernant la cession de CPoR Devises, les impacts de l'opération de Sale & Leaseback, les conséquences des évolutions macro-économiques, la mise à jour de l'ensemble des données et paramètres à la Date d'Evaluation. Le rapport a été mis à jour en intégrant ces modifications.

II.6 Code déontologique

NG Finance s'engage ainsi à respecter les règles et règlements qui régissent l'activité des experts indépendants. Le large éventail de compétences dont le cabinet dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation respectent les principes suivants :

- principe d'examen critique : ce principe nous a conduit à considérer l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes avec un œil critique. Nous avons ainsi jugé du caractère raisonnable du plan d'affaires établi et validé par la direction de la Société ;
- principe de transparence : nous avons communiqué au conseil de surveillance un rapport détaillé présentant notre travail et nos conclusions. Les sources d'informations et des données utilisées ont été clairement indiquées. Notre rapport justifie le choix ou l'exclusion des méthodes ou références d'évaluation ;
- principe de cohérence et de pertinence : nous nous sommes assurés de la cohérence des paramètres entre eux ainsi que des sources externes dont nous disposons.

II.7 Diligences effectuées par NG Finance

La mission d'expertise indépendante confiée à NG Finance a été conduite sous la responsabilité de Jacques-Henri Hacquin, Associé, assisté d'un Directeur de mission, d'un Manager et de deux analystes. La revue des travaux a été assurée par Olivier Schwab, Associé. La première partie de la revue qualité indépendante intègre tout d'abord la revue du modèle financier : les différentes méthodes d'évaluation présentées, retenues et non retenues, ont fait l'objet d'une revue qualité ainsi que la cohérence des hypothèses utilisées. La revue du modèle financier a fait l'objet de restitutions et réunions, avec l'équipe en charge du dossier ainsi qu'avec Jacques-Henri Hacquin, afin de valider les méthodes retenues, les méthodes présentées à titre indicatif, et chacun des paramètres retenus. A cet effet, des études de sensibilités ont été effectuées sur les différents paramètres retenus afin d'analyser certaines modifications potentielles ainsi que leurs impacts sur les valeurs obtenues. La seconde partie de la revue qualité consiste en la revue de la rédaction du rapport d'attestation d'équité. Cette revue intègre la confrontation des données historiques et divers éléments de présentation de Tessi avec les documents sources. En addition, la revue qualité du rapport d'attestation d'équité assure la cohérence entre le modèle financier et les données présentées au sein du rapport. Enfin, la revue qualité effectuée par Olivier Schwab a veillé au caractère public des informations présentées par le rapport d'attestation d'équité. Les remarques de cette revue ont été intégrées au travers de plusieurs réunions de travail avec l'équipe et Jacques-Henri Hacquin. Le présent rapport d'attestation d'équité a fait l'objet d'une revue qualité par Olivier Schwab afin d'assurer le respect des points évoqués ci-avant.

Les diligences conduites du 28 septembre 2018 au 23 janvier 2019 ont consisté en la prise de connaissance de l'activité de la Société et de ses filiales et, au terme d'un diagnostic à partir de ces

informations, en une valorisation multicritère de la Société. Nous avons également procédé à l'analyse financière de l'Opération et vérifié le traitement en équité des acteurs qui y sont impliqués.

Nos diligences et travaux ont entre autres comporté :

- l'analyse des faits historiques ayant marqués la vie de la Société ;
- l'analyse des données comptables et financières historiques du Groupe (rapports semestriels et annuels de Tessi des exercices 2015 à juin 2018) ;
- l'analyse historique de l'évolution du cours de bourse de l'action sur une période récente et de la liquidité du marché des titres ;
- l'examen de l'information publique et réglementée de la Société et notamment des derniers documents de références ;
- la lecture des notes de l'analyste en charge du suivi du titre de la Société (Kepler Cheuvreux) ;
- les notes d'information et de note en réponse de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Pixel Holding visés par l'AMF le 31 janvier 2017 ;
- les projets de note d'information et en réponse relatifs à l'Offre ;
- l'étude détaillée du plan d'affaires consolidé de la Société de 2018b à 2023e, par comparaison notamment entre les prévisions établies antérieurement à l'Opération et les réalisations des derniers exercices clos ; cette étude a été menée en relation avec le directeur général de la Société ;
- l'utilisation des bases de données internes et externes : Thomson Reuters, Mergermarket, site internet de l'AMF, site internet de Tessi, sites internet des entreprises comparables ;
- la tenue de plusieurs sessions de questions / réponses avec le management de Tessi ;
- la valorisation multicritère de la Société ;
- l'appréciation du prix proposé au regard de la valorisation multicritère de la Société ;
- la rédaction du Rapport d'Expertise Indépendante.

II.8 Calendrier de l'étude

La période de travaux s'étend du 28 septembre 2018, date d'envoi de la lettre de mission, au 23 janvier 2019, date de remise du présent rapport.

Cette période comprend, au-delà des travaux effectués, des entretiens physiques avec le management de la Société, des échanges réguliers de courriels (demandes d'informations complémentaires adressées notamment auprès du Directeur Général de la Société) et des entretiens téléphoniques, avec le management ou d'autres intervenants dans le cadre de l'Opération.

II.9 Liste des personnes rencontrées

Au cours de notre mission, nous avons pu échanger avec les personnes suivantes :

- Monsieur Olivier Jolland, Directeur Général de Tessi ;
- Monsieur Jean-Hubert Vial, HLD Conseils SNC ;
- Monsieur William Drumain, HLD Conseils SNC ;
- Monsieur Romain Attard, Directeur, Oddo BHF ;
- Monsieur Axel Rouvin, Associate, Oddo BHF ;
- Monsieur Amine Zehzouhi, Analyste, Oddo BHF.

II.10 Limites de notre étude

Nous n'avons effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont la Société fait ou pourrait faire l'objet.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Nous avons donc considéré que toutes les informations économiques, comptables, financières et juridiques que la Société ou ses

conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient sincères et transmises de bonne foi.

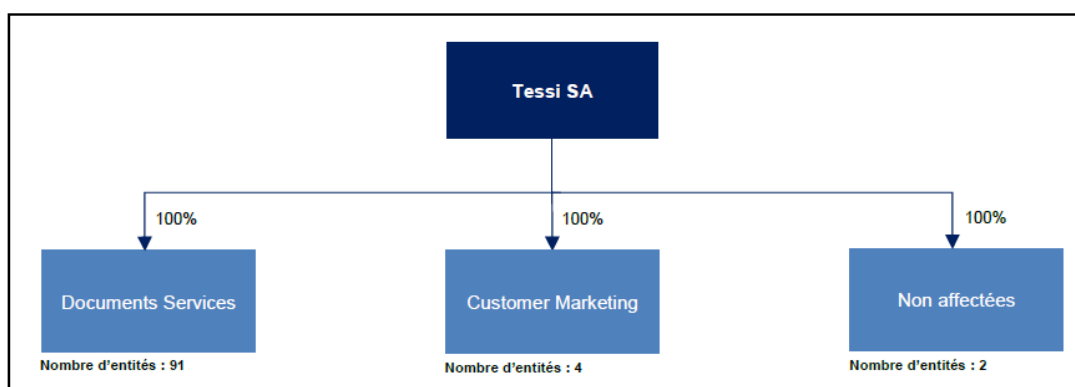
Le présent rapport possède uniquement un rôle d'information envers les actionnaires actuels de la Société. Il n'a pas vocation à émettre une recommandation d'apport aux actionnaires de la Société.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE

III.1 Présentation des activités de la Société

L'organigramme simplifié de la Société est présenté ci-après au 31/12/2018³ :

Figure 1 : Organigramme simplifié de la Société au 31/12/2018



Source : Société

Le périmètre de la Société est aujourd'hui composé de 97 entités, nous présentons l'organigramme détaillé en Annexe 2.

La Société s'est développée au travers de croissances externes successives. En effet, au cours des 20 dernières années, Tessi SA a acquis de nombreuses sociétés dans un premier temps en France afin de développer son activité et son offre produit, puis à l'étranger afin de proposer une offre globalisée à ses clients et étendre ses réseaux d'influence, avant de se recentrer récemment sur la France avec les acquisitions de Dhimyotis et Owlance.

III.1.1 Tessi Documents Services

III.1.1.1 Description de l'activité Documents Services

Tessi Documents Services est la principale activité de la Société avec un chiffre d'affaires de 361,3 M€ à fin 2017, ce qui représente environ 93% du chiffre d'affaires de Tessi SA en 2017 (389,1 M€).

L'activité est spécialisée dans la dématérialisation et le traitement de flux de documents et de moyens de paiement via des prestations d'externalisation de processus métiers (ou BPO), des solutions technologiques sécurisées permettant les échanges électroniques des documents de gestion et des prestations d'édition automatisées pour industrialiser des flux de communication sortants.

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

³ Hors CPoR Devises dont la cession a été réalisée le 31 décembre 2018.

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

Les secteurs dans lesquels exercent les clients de Tessi Documents Services sont variés même s'il existe une prédominance dans les secteurs bancaire, assuranciel ou de prévoyance. Il peut donc exister un risque de concentration en cas de changements dans ces secteurs.

III.1.1.2 Evolution de l'activité Documents Services

Le marché français du BPO de flux représentait 1,7 Mds€ en 2017 (source : Bain & Company). Sur ce marché, la part de celui du BPO de flux de documents était composée de 50% pour la gestion des flux entrants, 32% pour la gestion des flux sortants et 18% pour la gestion du cycle de vie des documents (source : Bain & Company).

La croissance de ce sous marché des BPO est affectée par trois paramètres :

- La tendance des entreprises à externaliser de plus en plus les activités non stratégiques ou essentielles ;
- La digitalisation des documents afin de réduire les délais de recherche de documents et d'améliorer l'accès à ces documents ;
- La baisse des prix d'externalisation du fait de la concurrence entre les nouveaux acteurs du BPO de flux de documents et des gains de productivité obtenus grâce à l'automatisation des solutions.

Ce dernier paramètre est un élément à prendre en compte car il oblige les sociétés du secteur à augmenter le volume traité afin de réduire les prix unitaires ainsi qu'à innover afin de proposer des services différenciants et à valeur ajoutée.

Le marché du BPO de flux de documents devrait croître de 3% chaque année d'ici 2021 (source : Neovian Partners, étude réalisée en mars 2018). Ensuite, cette croissance devrait ralentir du fait de la réduction du taux d'externalisation des entreprises ainsi que de la pression toujours plus forte sur les prix. En effet, les externalisations ont été soutenues au cours des dernières années suite à l'attractivité de ces solutions pour les entreprises. Ce marché a attiré de nouveaux acteurs qui proposent maintenant ce genre de services et ainsi font croître la concurrence sur ce marché. Les prix des prestations devraient diminuer à mesure que les prestataires chercheront à garder un volume d'activité croissant.

Le marché français du BPO des flux de moyens de paiement devrait continuer de se réduire du fait de la réduction de la part de l'utilisation des chèques comme moyen de paiement. Il représentait en 2017 seulement 0,3 Md€ sur le marché français du BPO de flux soit 15% de ce dernier. Le nombre de transactions par chèque en France a diminué à un rythme annuel moyen de 6% entre 2007 et 2016, passant de 3,6 Mds en 2006 à 2,1 Mds en 2016. Cette tendance baissière devrait persister voire même s'accélérer dans les années à venir du fait de la digitalisation des moyens de paiement et des nouvelles solutions de paiement proposées par les banques et les fintechs ainsi que la baisse des coûts des virements avec la mise en place des virements SEPA (source : Bain & Company, Banque de France).

III.1.2 Tessi Customer Marketing

III.1.2.1 Description de l'activité Customer Marketing

Tessi Customer Marketing est l'activité de conseil en marketing de Tessi SA. Avec un chiffre d'affaires de 26,1 M€ en 2017, l'activité représente 6,7% du chiffre d'affaires du Tessi SA. Tessi Customer Marketing accompagne et conseille ses clients dans le développement et la mise en action de leurs stratégies marketing auprès de leurs clients, l'objectif étant de les attirer et les fidéliser grâce à des opérations promotionnelles différées.

L'activité Customer Marketing est organisée en 3 pôles : conseil stratégique, solutions d'activation et opérations. Cette complémentarité permet de proposer des solutions totalement intégrées qui vont de l'élaboration à la mise en œuvre des solutions apportées aux clients.

III.1.2.2 Evolution de l'activité Customer Marketing

Tessi Customer Marketing représente une part relativement faible du chiffre d'affaires de Tessi SA. Son chiffre d'affaires a diminué de manière continue depuis 2013 (11,24% en 2013, 9,69% en 2014, 8,96% en 2015, 6,21% en 2016 et 6,71% en 2017), alors que dans le même temps le chiffre d'affaires est resté stable sur la période à environ 26,1 M€.

La Société devrait faire face, comme pour ses activités de BPO de flux, à une pression sur les prix créée par une concurrence accrue dans ce secteur d'activité. Dans cette optique, Tessi Customer Marketing souhaite accroître ses revenus par l'instauration de contrats long terme avec ses clients.

III.1.3 CPoR Devises

CPoR Devises est l'activité de traitement de devises et or physique de Tessi SA. La Société avait acquis 80% du capital de CPoR Devises en 2005 au Crédit Agricole, qui est resté actionnaire à hauteur de 20%. CPoR Devises est un établissement de crédit agréé et régulé par l'ACPR, qui fournit les réseaux bancaires et de bureau de change en devises et produit d'or physique d'investissement.

Le 4 juin 2018, Tessi SA a annoncé la cession des 80% du capital de CPoR détenu à la société suédoise de transport de fonds Loomis. La valeur revenant à Tessi SA s'élève à 85,5 M€ nette de fiscalité et de frais liés à la transaction. La cession effective a été réalisée au 31 décembre 2018. L'objectif de cette cession pour Tessi SA est de recentrer l'activité de la Société sur son cœur de métier, l'activité de gestion des flux.

III.1.4 Présence internationale de la Société

Déterminée à poursuivre sa croissance, même sur des marchés matures, et de diversifier son risque d'activité, Tessi SA a mené une politique de croissance externe afin de faire croître sa base clients et proposer des solutions globales. Cela implique que, dès la fin des années 1990, la Société a entamé un processus d'acquisitions en France puis à l'étranger.

Acquisitions en France

- En 1997, Tessi SA acquiert SFDD, société spécialisée dans la gestion des opérations promotionnelles ;
- En 2001, Tessi SA acquiert 80% du capital de CIREC, société spécialisée dans le traitement de chèque. Tessi SA a créé cette société en 1991 pour lancer son activité de traitement de chèque, mais ne détenait jusqu'alors que 20% du capital. La même année, la Société lance l'activité Conseil avec l'acquisition de Hexagonale Consultants ;
- En 2002, Tessi SA acquiert Prima Informatique pour agrandir son activité de Conseil ;
- En 2004, Tessi SA acquiert Accès Informatique, spécialisée dans le traitement de données ;
- En 2005, Tessi SA achète 80% du capital de CPR Billets (qui deviendra en 2009 CPoR Devises) au Crédit Agricole, qui reste actionnaire à hauteur de 20% ;
- En 2011, Tessi SA acquiert LOGIDOC, spécialisée dans la gestion de documents sortants ;
- En 2017, Tessi SA acquiert 100% du capital de Dhimyotis ;
- En 2018, Tessi SA acquiert Owlance, société leader sur le marché de la délégation de gestion de contrats d'assurance santé et prévoyance. Ses trois activités concernent la délégation de gestion totale, la délégation de gestion partielle et l'édition.

Expansion internationale

- En 2014, Tessi SA débute son expansion internationale avec l'acquisition de la société espagnole Graddo Grupo Corporativo. Cette société est un concurrent de Tessi SA sur le marché espagnol car elle est spécialisée dans le BPO de flux et notamment dans le domaine bancaire. La même année, la Société acquiert Gdoc, société suisse spécialisée dans la gestion documentaire ;

- En 2015, Tessi SA acquiert 87,4% de Diagonal Company, société spécialisée dans le BPO et n°2 dans le domaine du traitement des prêts hypothécaires en Espagne, Portugal et Chili ;
- En 2016, Tessi SA acquiert BPO Solutions et IMDEA Asesores, deux sociétés basées en Espagne ainsi que RR Donnelley Document Solutions, société suisse spécialisée dans le traitement de documents et sa filiale autrichienne.

III.1.5 Innovations de la Société

Tessi SA a choisi d'investir dans l'innovation en créant notamment en 2017 le CETIA (Centre d'Excellence Tessi Intelligent Automation). Ce centre est dédié à l'automatisation des processus par robotisation (RPA). L'objectif est de créer des solutions d'automatisation des tâches, de performance de traitement, d'assistance personnalisée et d'aide à la décision.

En 2017, Tessi SA acquiert 100% du capital de Dhimyotis, spécialisée dans la cyber-sécurité afin de renforcer son offre.

Tessi SA a lancé en 2018 son programme accélérateur de start-up baptisé « Pépites Shaker ». La volonté d'impulsion de la Société est de favoriser l'innovation en apportant à de jeunes entreprises novatrices les moyens de réaliser leurs projets et ensuite intégrer ces projets dans les solutions apportées par Tessi SA.

III.1.6 Analyse des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
▪ Société leader sur son marché avec une expérience reconnue et un positionnement évolutif. ▪ Tessi SA possède les technologies pour offrir à ses clients des solutions dans la gestion des flux à forte valeur ajoutée.	▪ Présence internationale limitée de la Société. ▪ Concentration des clients de la Société sur le secteur banque et assurance. ▪ Stagnation historique de l'activité Customer Marketing. ▪ Manque d'offre de services intégrant des services CRM.
Opportunités	Menaces
▪ La société acquise Owliance présente des opportunités en termes de positionnement et de chaîne de valeur*. ▪ Tendance croissante des entreprises du secteur banque et assurance à externaliser les activités de back office.	▪ Tessi SA est situé sur des marchés concurrentiels où la pression sur les prix est forte du fait de nombre de compétiteurs proposant des prestations similaires. ▪ Le déclin important du marché des paiements par chèque au profit des virements ou cartes bancaires peut affecter la croissance de l'activité BPO de flux de moyen de paiement. ▪ L'intégration des acquisitions est difficile à réaliser.

**Intégrée en 2018, Owliance représente une force pour Tessi que nous assimilons surtout à une opportunité. Les opportunités pouvant être apportées par Owliance à Tessi en termes de positionnement et de développement sur ce marché sont à considérer dans la croissance du groupe.*

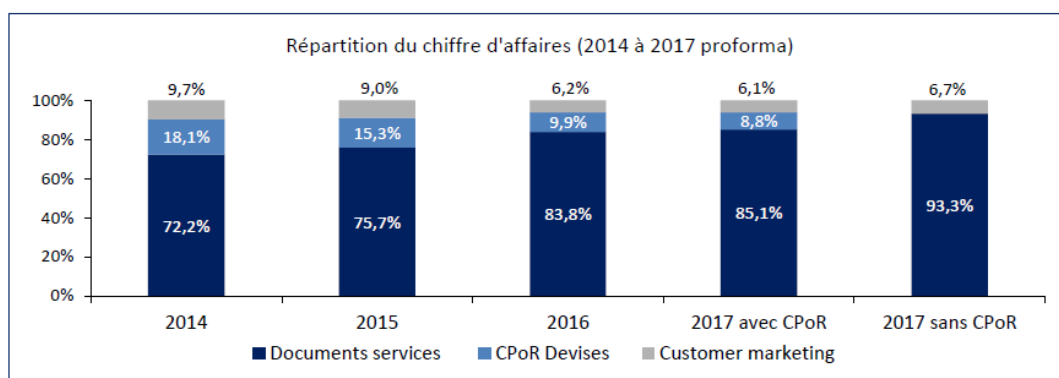
III.2 Répartition et historique de l'activité

III.2.1 Répartition de l'activité

L'analyse de la répartition du chiffre d'affaires entre le 01/01/2014 et 31/12/2017 montre que l'activité Document Services est la première activité de la Société. Cette activité présente une progression dans la part du chiffre d'affaires, passant de 72,1% en 2014 à 85,1% en 2017. Cela confirme la stratégie de recentrage sur l'activité cœur de la Société.

A contrario, les contributions des activités Customer marketing et CPoR Devises ont diminué sur la période 2014-2017 respectivement de 9,3 et 3,6 points, en termes de chiffre d'affaires de la Société.

Figure 2 : Répartition du chiffre d'affaires (2014-2017 proforma)



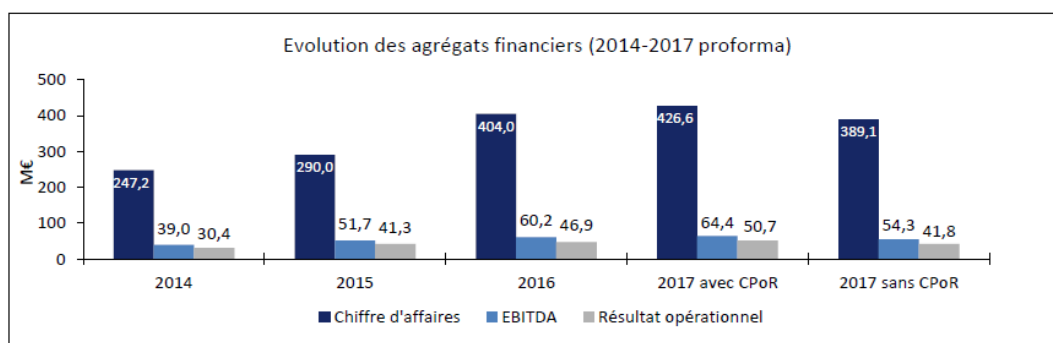
Source : Comptes annuels de la Société

Cette répartition du chiffre d'affaires sera modifiée à l'avenir à la suite des événements particuliers réalisés en 2018 :

- Le 10 mai 2018, Tessi SA a annoncé l'acquisition de la société Owliance, spécialisée dans la délégation de gestion de contrats d'assurance santé et prévoyance santé ;
- La Société Tessi SA a cédé sa participation de 80% au capital de CPoR le 31 décembre 2018 dans le cadre du recentrage sur son activité cœur.

III.2.2 Evolution de l'activité

Figure 3 : Evolution des agrégats financiers (2014-2017 proforma)



Source : Comptes annuels de la Société

La Société a réalisé de nombreuses acquisitions au cours des quatre années précédentes. Cette stratégie de croissance externe en France ou à l'international constitue le principal facteur de la croissance du chiffre d'affaires de la Société sur la période.

III.2.3 Chiffres clés historiques

III.2.3.1 Analyse du compte de résultat de Tessi SA

Figure 4 : Compte de résultat de Tessi SA (2015-2018 S1)

Compte de résultat (M€)	2015	2016	2017	2017*	2018 S1**
Chiffre d'affaires	290,0	404,0	426,6	389,1	205,5
Croissance du CA	n.a.	39,3%	5,6%	n.s.	n.s.
Achats consommés	(14,6)	(27,1)	(30,1)	(29,5)	(17,1)
Marge	275,4	376,9	396,5	359,6	188,4
(Impôt, taxes et versement assimilés)	(8,9)	(9,8)	(10,0)	(8,3)	(4,9)
(Salaires et charges sociales)	(154,9)	(225,8)	(242,5)	(231,4)	(123,1)
(Autres produits et charges d'exploitation)	(59,8)	(81,0)	(79,5)	(65,6)	(34,3)
EBITDA	51,7	60,2	64,4	54,3	26,1
Marge d'EBITDA	17,8%	14,9%	15,1%	14,0%	12,7%
(Autres charges non courantes)	(0,5)	(1,8)	(1,4)	(1,7)	-
Dotations aux amortissements et aux provisions	(9,9)	(11,5)	(12,3)	(10,9)	(5,4)
% du CA	(3,4%)	(2,9%)	(2,9%)	(2,8%)	(2,6%)
Résultat opérationnel	41,3	46,9	50,7	41,8	20,7
Résultat opérationnel en % du CA	14,2%	11,6%	11,9%	10,7%	10,1%
Résultat financier	(0,4)	(3,9)	(6,1)	(2,4)	(3,2)
Résultat Exceptionnel	(0,1)	-	-	-	-
Impôts sur les résultats	(10,7)	(11,2)	(11,4)	(10,2)	(5,7)
Participations dans des entreprises associées	(5,0)	-	0,0	0,0	-
Résultat Net	25,0	31,8	33,3	35,8***	13,9***
Dont Intérêts minoritaires	2,1	1,6	1,9	1,9	0,5
Dont part du Groupe	22,9	30,2	31,3	33,9	13,4
Résultat net par action (consolidé) (en €)	8,20	10,78	11,20	12,12	4,78
Résultat net par action (consolidé) – Dilué (en €)	8,20	10,78	11,12	12,11	4,77

Source : Comptes annuels de la Société

* Proforma (hors CPoR)

** Hors acquisition d'Owliance

*** Résultat net comprenant les activités destinées à être cédées (6,66 M€ au 31/12/2017 proforma, 2,14 M€ au S1 2018)

La croissance du chiffre d'affaires de la Société est corrélée aux diverses opérations de croissance externe menées ces dernières années. En effet, le taux de croissance du chiffre d'affaires augmente de +17,3% en 2015 et de +39,3% en 2016 (année des acquisitions de RR Donnelley Documents Solutions et de BPO Solutions), avant de retrouver un niveau de plus faible en 2017 : +5,6%.

Les coûts de personnels ont progressé : +20,3% en 2015 pour les salaires et charges sociales contre +17,3% pour le chiffre d'affaires entre 2014 et 2015 ; +45,7% en 2016 pour les salaires et charges sociales contre +39,3% pour le chiffre d'affaires entre 2015 et 2016. Les acquisitions à cette période se sont surtout concentrées à l'international, intégrant des disparités salariales et des coûts de développement par rapport à la France. Par ailleurs, la croissance des charges de personnels a ralenti à l'identique de la croissance du chiffre d'affaires entre 2016 et 2017 (+7,3% pour les frais de personnels contre 5,6% pour la croissance du chiffre d'affaires).

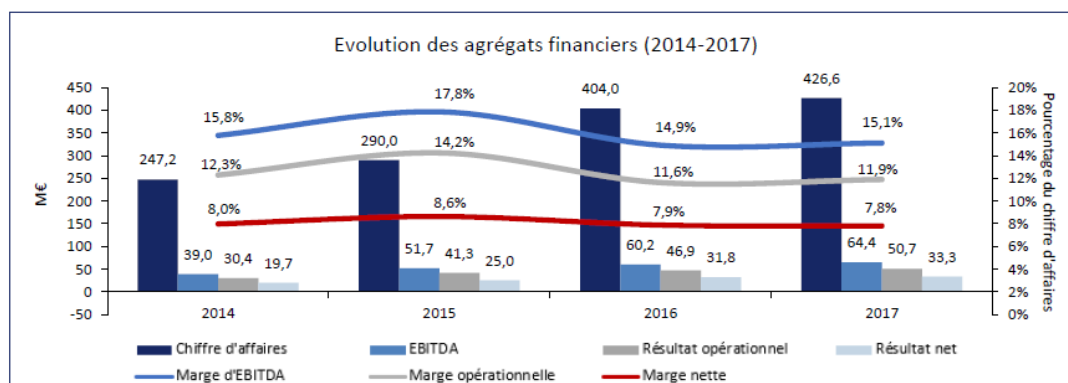
La hausse des coûts de personnel peut expliquer en partie la baisse de la marge d'EBITDA entre 2015 et 2016, cette dernière passant de 17,8% à 14,9% malgré un EBITDA en valeur croissant, de 51,7 M€ à 60,2 M€. Le niveau de marge d'EBITDA se stabilise à 15,1% en 2017.

Les dotations aux amortissements et aux provisions sont restées stables sur la période en valeur relative (3,4% du chiffre d'affaires en 2014 et 2015, 2,9% en 2016 et 2017). Le résultat opérationnel de Tessi SA suit la tendance de l'EBITDA, c'est-à-dire une croissance entre l'année 2014 et 2015, une diminution entre 2015 et 2016 du fait de la hausse des charges dues aux acquisitions réalisées et enfin une progression entre 2016 et 2017 supérieure à celle du chiffre d'affaires (+8,0% contre +5,6%). En effet, le résultat opérationnel est de 11,9% en 2017 contre 11,6% en 2016 et 14,2% en 2015. Malgré la baisse entre 2015 et 2016, le niveau de rentabilité opérationnelle reste stable pour le secteur en pleine transformation.

Le résultat financier est en baisse entre 2014 et 2017 principalement en raison du coût de l'endettement financier net qui augmente progressivement passant d'un montant de 0,17 M€ en 2014 à 5,9 M€ en 2017. Cette augmentation des charges financières semble liée à la vague d'acquisitions réalisées entre 2014 et 2017 et au financement de celles-ci.

Le résultat net après impôts demeure stable en pourcentage du chiffre d'affaires sur la période 2014-2017. En effet, il s'élève à 8,6% en 2015, 7,9% en 2016 et 7,8% en 2017. Le résultat net progresse de 4,6% entre 2016 et 2017, passant de 31,8 M€ à 33,3 M€.

Figure 5 : Evolution des agrégats financiers (2014-2017)



Source : Comptes annuels de la Société

III.2.3.2 Analyse du bilan de Tessi SA

Figure 6 : Bilan de Tessi SA (2015-2018 S1)

Actif (M€)	2015	2016	2017	S1 2018*
Ecart d'acquisition	131,4	143,7	164,6	207,6
Autres immobilisations incorporelles	6,5	6,7	8,2	8,1
Immobilisations corporelles	40,1	48,5	47,9	47,1
Immeuble de placement	0,1	0,8	0,7	0,7
Titres mis en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Actifs financiers non courants	2,0	2,2	2,1	2,5
Impôts différés	11,8	11,9	9,3	13,4
Total actif non courant	192,0	214,0	232,9	279,4
Stocks et en-cours	1,8	1,5	1,4	1,9
Clients et comptes rattachés	92,9	102,9	100,5	116,9
Autres créances et comptes de régularisations	21,5	23,7	31,3	39,8
Impôts courant actif	3,1	10,1	6,3	3,6
Valeurs mobilières de placement	1,0	0,6	0,6	1,7
Disponibilités et équivalents de trésorerie des activités commerciales	151,0	119,9	103,1	88,9
Disponibilités et équivalents des activités financières CPoR Devises	142,4	158,7	129,8	-
Actifs destinés à être cédés ou abandonnés	0,1	-	-	162,0
Total actif courant	413,9	417,4	372,9	414,8
Total Actif	605,9	631,4	605,8	694,2
Passif (M€)	2015	2016	2017	S1 2018*
Capital	5,6	5,6	5,6	5,6
Primes	0,5	0,5	0,0	0,0
Réserves et résultat consolidé	167,5	189,4	155,5	168,9
Intérêts minoritaires	16,1	16,7	15,0	14,1
Total capitaux propres	189,7	212,2	176,1	188,7
Provisions pour risques et charges	1,5	1,4	1,4	1,5
Provisions pour retraites et autres avantages	12,3	21,1	20,2	21,3
Emprunts et autres dettes financières	100,0	87,3	110,4	138,0
Autres passifs non courants	12,1	9,5	16,5	16,0
Impôts différés	0,3	0,2	0,2	0,3
Total passif non courant	126,2	119,6	148,7	177,2
Provisions pour risques et charges	1,1	4,6	3,3	3,3
Dettes financières à court terme	21,7	22,5	10,8	16,5
Dettes liées aux activités financières CPoR Devises	86,7	94,6	77,4	-
Fournisseurs et comptes rattachés	33,9	35,5	39,9	38,6
Impôt courant passif	1,7	3,3	1,3	2,6
Autres passifs courants	144,8	139,0	148,4	174,6
Passifs destinés à être cédés ou abandonnés	0,0	-	-	92,8
Total passif courant	290,0	299,5	281,0	328,4
Total Passif	605,9	631,4	605,8	694,2

Source : Comptes annuels de la Société

* Comprend l'acquisition d'Owlance

A la suite des différentes acquisitions réalisées lors des derniers exercices, le périmètre de consolidation a évolué. Les achats des sociétés étrangères entre 2015 et 2017 ainsi que celles en France avec l'acquisition de Dhimyothis en 2017 et d'Owliance en 2018 ont fait varier à la hausse la taille du bilan de Tessi SA.

La total bilan au 30/06/2018 s'élève à hauteur de 694,2 M€, soit +14,6% par rapport au 31/12/2017. L'évolution de l'actif de Tessi SA est pour partie due à l'augmentation croissante des immobilisations et notamment des écarts d'acquisition. En effet, ces écarts d'acquisitions ont été impactés par les différentes acquisitions réalisées depuis 2015 et s'élevaient au 30/06/2018 à un montant de 207,6 M€ (soit +26,1% entre le premier semestre 2018 et le 31/12/2017).

Historiquement, la vente de CPoR réalisée au 31 décembre 2018 venait impacter l'actif de la Société par l'inscription d'un montant de 162,0 M€ en tant qu'actif destiné à être cédé. Les actifs corporels ont augmenté de 8,4 M€ au cours de l'année 2016 en raison de l'acquisition de RR Donnelley Documents Solutions en Suisse et de la réévaluation d'actifs immobiliers. Les terrains et les constructions représentent 55,9% des immobilisations corporelles, pour un montant de 26,8 M€.

Les actifs financiers de la Société qui s'élevaient à 2,5 M€ au 30/06/2018 correspondent principalement à des dépôts de garantie.

Les actifs courants de Tessi SA sont relativement stables sur la période puisqu'ils étaient de 413,9 M€ en 2015 et de 414,8 M€ au premier semestre 2018.

Le versement d'un dividende exceptionnel de 24,2 € par action en février 2017 pour un montant total de 67,6 M€ fait diminuer le montant des capitaux propres.

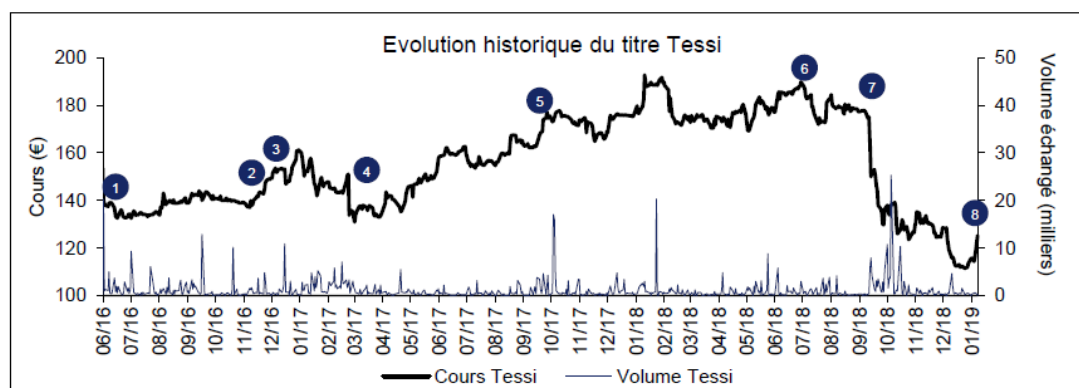
La dette financière nette de Tessi SA évolue sur la période 2016-2018 en lien avec la vague d'acquisitions réalisées sur cette période par la Société. Sur le montant de trésorerie de 88,9 M€ inscrit au bilan, environ 20% correspond au montant de trésorerie nécessaire au financement de l'activité courante de la Société.

III.3 Analyse du cours de bourse

Les actions de Tessi SA sont échangées sur le marché réglementé d'Euronext Paris depuis le 10 juillet 2001. Le pourcentage de capital flottant est 45,9% au 07/01/2019. L'analyse du cours de bourse de l'action de la Société a été réalisée sur le cours pondéré des échanges (base quotidienne).

Nous présentons ci-après l'évolution du cours du titre Tessi SA depuis le 1er juin 2016, date de l'accord d'acquisition de la participation majoritaire de la famille Rebouah dans la société Tessi.

Figure 7 : Evolution historique du titre Tessi (01/06/16-07/01/19)



Source : Thomson Reuters

Les événements ayant contribué aux principales évolutions du cours de bourse de l'action Tessi SA depuis juin 2016 sont les suivants :

- ① 01/06/2016 : Annonce du rachat de la Société par HLD ;
- ② 08/11/2016 : Publication du chiffre d'affaires de janvier à septembre 2016 ;
- ③ 12/12/2016 : Annonce du calendrier de réalisation de l'accord d'acquisition de la participation majoritaire de la famille Rebouah par Pixel Holding ;
- ④ 02/02/2017-15/03/2017 : OPAS initiée par l'Initiateur ;
- ⑤ 11/09/2017 : Publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2017 en progression de 8% par rapport au premier semestre 2016 ;
- ⑥ 04/06/2018 : Annonce de la vente de CPoR Devises à Loomis ;
- ⑦ 11/09/2018 : Publication des résultats du premier semestre 2018 : activité en hausse de 3,5% mais le résultat net part du groupe diminue de 11,3% par rapport au premier semestre 2018 et la marge opérationnelle passe de 12,8% à 10,6% sur la période ;
- ⑧ 31/12/2018 : Cession de CPoR Devises.

L'annonce de l'offre de rachat de la participation majoritaire de la famille Rebouah a été faite le 1^{er} juin 2016. Cette annonce a entraîné une réaction négative des investisseurs et une baisse du cours de plus de 10% en une séance passant de 129,0 € à 117,1 €. À la suite de cette chute, le cours a retrouvé une phase de stabilité avec des cours de clôture compris dans une fourchette allant de 110,9 € à 128,1 €.

La publication du chiffre d'affaires des neuf premiers mois de l'année 2016 le 8 novembre 2016, permet d'expliquer en partie une augmentation du cours de bourse jusqu'à l'annonce du calendrier de réalisation de l'accord d'acquisition de la participation majoritaire de Pixel Holding le 12 décembre 2016 et la vente effective de la participation de la famille Rebouah au début de l'année 2017. Ces événements semblent avoir eu un impact négatif sur le cours de bourse qui diminue jusqu'à l'ouverture de l'OPAS le 2 février 2017. Le cours a ensuite connu une phase haussière jusqu'en septembre 2017.

Sur le reste de l'année 2017 et jusqu'en août 2018, le cours de l'action s'est stabilisé avec un plus haut historique à 195,0 € au 10 janvier 2018.

Le 11 septembre 2018, Tessi SA a publié ses résultats du premier semestre 2018. Cette annonce a provoqué une réaction négative chez les investisseurs car le titre a perdu 11% sur les trois jours qui ont suivi l'annonce, passant de 177,5 € à la clôture du 11 septembre 2018 à 159,0 € lors de la clôture du 12 septembre 2018. Cette chute du cours s'explique en partie par un résultat net de la Société inférieur de 11,3% aux agrégats présentés au premier semestre 2017, ainsi qu'en raison d'une marge opérationnelle qui s'est contractée de 2,2%, passant de 12,8% à 10,6%, sur ces mêmes périodes.

L'indice boursier français de référence CAC 40, en hausse de 3,9% entre le 12 septembre et le 27 septembre 2018 (qui représente un pic sur les derniers mois), a perdu 14,8% passant de 5 540,4 points à la clôture du 27 septembre 2018 à 4 719,2 points à celle du 7 janvier 2019 (source : Thomson Reuters). Ce mouvement baissier à partir du mois d'octobre 2018 est en partie dû à une dynamique de marché baissière globale des marchés boursiers mondiaux qui intègre entre autres les incertitudes relatives à l'activité économique aux Etats-Unis et en Chine. Le cours de l'action de la Société a suivi ce mouvement en passant de 131,0 € le 27 septembre 2019 à 116,0 € le 31 décembre 2018, soit une baisse de 11,5%. Le cours de bourse de la Société a été suspendu dans la matinée du 7 janvier 2019 à 125,0 €.

III.4 Actionnariat de la Société

Les titres de la Société, dont nous rappelons ci-après les caractéristiques et conditions d'émission, sont admis aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment B).

III.4.1 Nombre d'actions et droits de vote

L'actionnariat de la Société est composé de Pixel Holding en tant qu'actionnaire principal et stratégique, et le flottant est détenu par des actionnaires minoritaires.

L'Initiateur est détenu, à la date de l'Offre, à hauteur de 100,0% par la société Pixel Holding 2 SAS, société par actions simplifiée. Pixel Holding 2 est elle-même détenue (i) à hauteur de 75,2% du capital social et des droits de vote par HLDI, société par actions simplifiée de droit français et (ii) à hauteur de 22,2% du capital social et des droits de vote par HLD Europe, société en commandite par actions de droit luxembourgeois, ainsi que (iii) 1,6% détenus par la ManCo Pixel Management et (iv) 0,9% détenus par plusieurs managers.

Le nombre d'actions existantes est de 2.810.487 au 31/12/2018 (ci-après la « Date d'Evaluation »). Le nombre d'actions retenu à la Date d'Evaluation dans le cadre de l'évaluation est ainsi de 2.810.487 diminué des 108 actions auto détenues au 30 juin 2018 et augmenté des actions gratuites à émettre encore en période d'acquisition. Des 33.682 actions gratuites à émettre et étant en période d'acquisition à la Date d'Evaluation, nous retenons 16.841 actions gratuites attribuées et présentons notre estimation en partie III.4.2.1. Le nombre d'actions retenu dans le cadre de notre évaluation est ainsi de 2.827.220.

III.4.2 Instruments donnant accès au capital

La Société a eu recours à l'émission d'actions gratuites donnant accès au capital. A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres titres ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de Tessi.

III.4.2.1 Attribution d'actions gratuites (AGA)

Les 33.682 actions attribuées gratuitement par Tessi les 21 septembre, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018 sont à émettre et sont en période d'acquisition. Elles seront définitivement acquises en fonction de conditions de performance et de présence qui ne sont pas appréhendables à la Date d'Evaluation. Dans le cadre de nos travaux, nous relevons que le taux d'attribution effectif du précédent plan d'actions gratuites s'est élevé à 79%. Dans une hypothèse de prudence, nous avons considéré que 50% de ces actions seront définitivement acquises sur les 33.682 actions gratuites qui sont actuellement en période d'acquisition, représentant 16.841 actions au total.

IV. TRAVAUX D'ÉVALUATION DES TITRES DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère. Nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation retenues puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les moins pertinentes dans le contexte de l'Opération, afin d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre de l'Initiateur. L'évaluation de la Société est réalisée en date du 31 décembre 2018 (la Date d'Évaluation).

Les données de marché utilisées pour l'évaluation multicritère de la Société, telles que les multiples des comparables et le taux d'actualisation du plan d'affaires sont arrêtées à la Date d'Évaluation.

IV.1 Méthodologies retenues

Nos travaux de valorisation reposent sur une approche multicritère comprenant des méthodologies retenues à titre principal et des méthodes retenues à titre indicatif seulement. Nous présentons ainsi :

IV.1.1 Méthodologies retenues à titre principal

- **L'analyse par le cours de bourse**
L'analyse historique du cours de bourse permet de suivre les volumes et les prix d'échange du titre sur plusieurs périodes. Cela nous permet d'établir des moyennes pondérées par les volumes sur des durées de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an. L'analyse historique intègre intrinsèquement les anticipations des investisseurs sur le marché.
- **La méthode des flux de trésorerie disponibles ou Discounted Cash Flows (DCF)**
La méthode des flux de trésorerie disponibles est une méthode de valorisation intrinsèque. Elle consiste en l'actualisation au coût moyen pondéré du capital des flux de trésorerie futurs générés par l'entreprise. Cette méthode implique la construction d'un horizon explicite et d'un horizon implicite de flux de trésorerie prévisionnels. L'horizon explicite est construit avec les hypothèses de croissance utilisées pour l'établissement du plan d'affaires de la Société ainsi qu'avec les hypothèses de marché. Dans le cadre de cette méthode, il convient également de déterminer une valeur terminale fondée sur l'estimation d'un flux de trésorerie normatif. L'actualisation de ces flux permet de déterminer une valeur d'entreprise. La valeur des capitaux propres est ensuite calculée par déduction de la dette financière nette ajustée.
Il convient de noter que la Société va réaliser une opération de « Sale & Leaseback » qui consistera à céder les locaux détenus par la Société (Bordeaux, Nanterre, Lyon, Coulommiers) puis de procéder à une location de ces derniers. Cette opération, signée en décembre 2018, et dont la réalisation devrait intervenir au premier trimestre 2019, a été prise en compte dans nos travaux (cf. IV.4.9).

IV.1.2 Méthodologies présentées à titre indicatif

- **La méthode par les multiples boursiers**
La méthode des multiples boursiers consiste à estimer la valeur d'une entreprise par l'application, aux données financières de la société à évaluer, de multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées opérant dans des domaines d'activités comparables. Cette approche suppose la détermination d'un échantillon d'entreprises cotées ayant des activités proches de celles de l'entreprise à évaluer. Cette méthode nécessite également de déterminer les agrégats financiers qui serviront de référence à l'évaluation dans le cadre de l'application des multiples. La valeur des capitaux propres est calculée par déduction de la dette financière nette. Étant donné la spécificité du modèle économique de la Société, son positionnement et sa présence principalement en France, un panel de comparables boursiers pertinents n'a pas pu être déterminé. Nous présentons néanmoins à titre indicatif le panel ainsi que les résultats obtenus en synthèse des valorisations (présentation du panel et explications complémentaires au cours des pages suivantes de ce Rapport).

▪ **Prix d'offre dans le cadre de l'OPAS initiée en janvier 2017**

Pixel Holding détenait 54,3% du capital de la Société à la suite de la réalisation de l'offre publique d'achat simplifiée sur les actions de Tessi déposée en janvier 2017. Le prix proposé était alors de 132,3 € par action avant détachement d'un dividende exceptionnel. Nous ne retenons pas cette valeur à titre de méthode principale dans la mesure où l'opération date de plus d'un an et que le périmètre d'activité de la Société a évolué depuis janvier 2017 (cf. historique des acquisitions de la Société).

Rappelons que l'Initiateur a annoncé en date du 12 janvier 2017, suite à la réalisation des conditions réglementaires suspensives, la réalisation de la transaction consistant à un accord d'acquisition de la participation majoritaire de la famille Rebouah dans la Société Tessi. La transaction a été effectuée auprès de Monsieur Marc Rebouah, Monsieur Julien Rebouah, Madame Yvonne Rebouah, Madame Corinne Rebouah et la société Faccino pour 1.520.111 actions Tessi au prix de 131,9 euros par action Tessi. Ce contrat de cession a été modifié par voie d'avenants en date du 12 juillet 2016, du 5 octobre 2016, du 16 décembre 2016 et du 6 janvier 2017, afin de déboucher sur la cession actée le 12 janvier 2017.

La cession d'actions ayant eu pour conséquence le franchissement à la hausse par l'Initiateur, le 12 janvier 2017, du seuil de 30% du capital de Tessi, cette offre s'est inscrite dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur par l'article L.433-3 I du Code monétaire et financier, de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de Tessi. Simultanément, Pixel Holding a annoncé le dépôt du projet d'offre publique d'achat simplifiée au prix de 132,25 € par action, ou de 108,07 € par action après détachement du dividende extraordinaire de 24,18 € par action.

▪ **Objectifs de cours des analystes de recherche**

La Société est suivie par un analyste dans le cadre d'un contrat de recherche initié à sa demande. Dans ce contexte, nous retenons cette méthode à titre indicatif dans le cadre de notre analyse. Notons que cet analyste a présenté une recommandation à l'achat avec un objectif de cours de 185,0 € au sein d'une note publiée le 13 septembre 2018.

IV.2 Méthodologies non retenues

Les méthodologies suivantes n'ont pas été retenues :

▪ **L'actif net comptable (ANC)**

La méthode de l'actif net comptable représente la fraction du patrimoine de l'entreprise qui appartient à ses actionnaires. L'ANC se calcule à partir du bilan comptable et après affectation du résultat. Il constitue la différence entre la valeur des biens détenus par l'entreprise et la valeur de ses dettes et provisions. Cette méthode, utilisée en générale pour des secteurs spécifiques (notamment le secteur bancaire), n'est pas retenue car cette approche ne reflète pas les performances futures de la Société.

▪ **L'actualisation des dividendes futurs**

La méthode d'actualisation des dividendes consiste à évaluer une action à partir des flux de dividendes futurs qu'elle génère. Cette méthode suppose une vision à long terme sur la politique de distribution de dividendes de la société valorisée. Dans le cas présent, la Société n'a pas de visibilité concernant les versements de dividendes dans les prochaines années. Dans ce contexte, nous ne pouvons déterminer de politique de distribution de dividendes précise à long terme. La méthode de l'actualisation des dividendes futurs ne peut donc pas être retenue.

▪ **La méthode par les multiples transactionnels**

La méthode des transactions comparables est une méthode analogique permettant de déterminer la valeur de marché des fonds propres d'une entreprise à partir de références transactionnelles impliquant des entreprises opérant dans un domaine d'activité similaire à celui de la société à évaluer. Cette approche consiste à appliquer aux données financières de la société à évaluer les multiples observés lors de transactions récentes. La mise en œuvre de cette approche nécessite notamment la détermination d'un panel de transactions récentes dans le secteur sur lequel la société à évaluer opère et d'appliquer les multiples aux agrégats financiers de la société à évaluer, après déduction éventuelle d'une prime de contrôle. Cette approche s'applique aux données

historiques de la société à évaluer et suppose par conséquent un périmètre d'analyse constant. Cette méthode est tributaire de la fiabilité de l'information disponible au regard des transactions retenues au sein de l'échantillon. Les informations dépendent fortement de la confidentialité relative aux transactions, en fonction des différents statuts des sociétés acquises, qu'elles soient cotées ou privées. Par ailleurs, l'application de ces méthodes suppose des similitudes d'activité, de croissance, de taille ou encore de marges générées par les sociétés comparées. Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la méthode par les multiples transactionnels ne peut donc pas être retenue. Nous présentons néanmoins le panel à titre indicatif au cours des pages suivantes de ce Rapport.

IV.3 Valorisation par le cours de bourse

Pour faire suite à notre présentation du cours de bourse en section III.3 du présent rapport, le tableau ci-après synthétise l'évolution du cours de bourse de la Société avant la Date d'Evaluation :

Figure 8 : Etude du cours de bourse

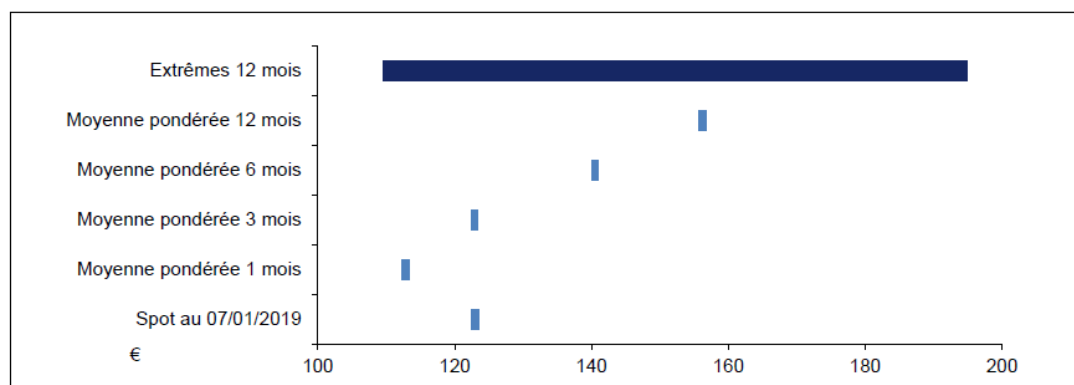
Cours de bourse pondéré par les volumes (€)	
Spot au 07/01/2019	125,0
Moyenne pondérée 1 mois*	114,7
Moyenne pondérée 3 mois*	124,9
Moyenne pondérée 6 mois*	142,9
Moyenne pondérée 12 mois*	158,9
+ haut 12 mois**	195,0
+ bas 12 mois**	109,5

Source : Thomson Reuters

* moyenne pondérée des cours de bourse par les volumes sur une base journalière

** minimum et maximum journalier sur les 12 mois précédant la date de référence

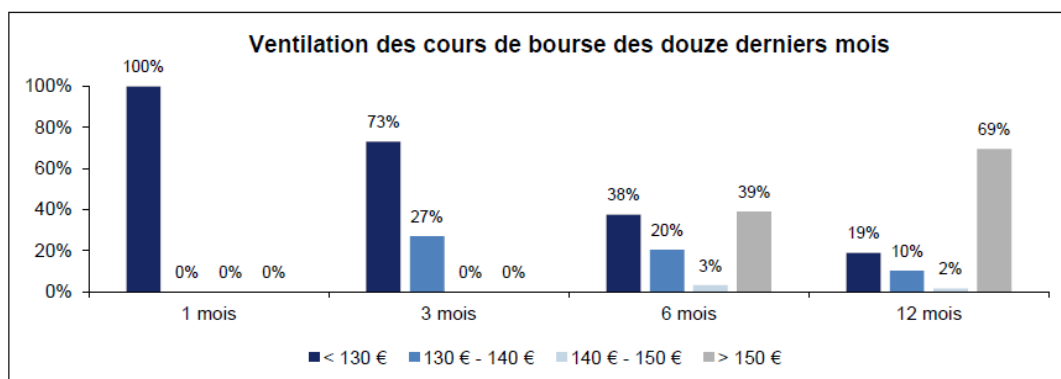
Figure 9 : Variations du titre Tessi



Source : Thomson Reuters

Le titre Tessi bénéficie d'une liquidité faible avec un volume échangé au cours des douze derniers mois représentant 22,5% du volume flottant échangé sur 1 an. Cette faible liquidité peut néanmoins être nuancée par un nombre élevé d'échanges du titre Tessi de manière ponctuelle, comme lors de la séance du 4 octobre 2018 qui a enregistré 25 281 titres échangés. Bien que peu liquide, le cours de bourse de Tessi réagit systématiquement et rapidement aux annonces faites par la Société démontrant que ce dernier correspond bien à un prix de marché et représente un bon référentiel pouvant être utilisé dans le cadre de l'évaluation des titres de Tessi. Les volumes échangés en fonction des cours de l'action sur cette période se décomposent comme suit :

Figure 10 : Ventilation des cours de bourse des douze derniers mois



Source : Thomson Reuters

L'analyse du cours de bourse (cf. tableau et graphiques ci-dessus) montre que l'action Tessi a subi une baisse significative au cours des douze derniers mois. Le cours de bourse le plus bas enregistré depuis 1 an s'élève à hauteur de 109,5 €.

Sur les douze derniers mois précédant la Date d'Evaluation, le cours de l'action Tessi a fluctué entre 109,5 € et 195,0 €, et le cours moyen pondéré par les échanges s'élève à hauteur de 114,7 € sur le dernier mois de bourse, soit une prime induite par le Prix d'Offre de 39,5%.

Au 7 janvier 2019, dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre, le cours a été suspendu dans la matinée à 125,0 €. La prime induite par le Prix d'Offre s'élève à 28,0%.

IV.4 Valorisation par les DCF

IV.4.1 Hypothèses du plan d'affaires (2019e – 2023e)

Le plan d'affaires a été construit par le management de la Société et s'étend sur la période 2019 à 2023. Il intègre les prévisions financières relatives à Owliance, société acquise en 2018, mais exclut du périmètre la filiale CPoR dont la cession a été réalisée le 31 décembre 2018. Le plan d'affaires a été construit par segment d'activité. Ces prévisions ont fait l'objet d'une construction fondée sur une analyse des données du secteur et de diverses études sectorielles à disposition du management. Dans les hypothèses et estimations de données dans le cadre de la valorisation par les DCF, nous avons retenu une répartition de 81,2% et 18,8% respectivement entre la France et la région Ibérique fondée sur la répartition de la marge d'EBITDA, les agrégats financiers des autres régions étant non significatifs. La date d'évaluation par les DCF est arrêtée au 31/12/2018.

Dans le cadre de son plan d'affaires, la Société prévoit une croissance du chiffre d'affaires de 2,8% en 2019, et jusqu'à 4,4% pour la période 2020-2023. La marge d'EBITDA en 2018 est attendue en légère baisse par rapport à l'année précédente expliquée notamment par la cession de l'entité CPoR Devises. La Société prévoit une marge d'EBITDA sur la période 2020-2023 en très légère progression et à des niveaux cohérents avec les données historiques.

Par ailleurs, la Société prévoit une stabilité des dotations aux amortissements et provisions à hauteur de 2,7% du chiffre d'affaires sur la période 2019-2023. Les investissements prévus par la Société en 2019 représentent 3,9% du chiffre d'affaires, ils sont attendus à 3,5% du chiffre d'affaires sur la période 2020-2023.

Enfin, le plan d'affaires de la Société présente une augmentation du Besoin en Fonds de Roulement (ci-après le « BFR ») sur la période 2019-2023. Ainsi, la variation de BFR est estimée à +2,3 M€ en 2019, puis +1,7 M€ entre 2020 et 2023.

L'actualisation des flux de trésorerie se fait généralement au coût moyen pondéré du capital. Les formules du coût moyen pondéré du capital (CMPC) et du coût des capitaux propres K_{cp} se présentent comme suit :

$$CMPC = k_{cp} \times P_{cp} + k_d \times P_d \times (1 - t) \quad K_{cp} = r_f + \beta_e \times P_{mf} + P_t$$

Avec :

K_{cp}	Coût des capitaux propres endettés ;	R_f	Taux sans risque ;
P_{cp}	Poids des capitaux propres ;	β_e	Coefficient beta endetté ;
K_d	Coût de la dette ;	P_t	Prime de taille ;
P_d	Poids de la dette ;	P_{mf}	Prime de risque du marché français.
t	Taux d'imposition.		

La formule des flux de trésorerie actualisés est :

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{\text{Flux normatif}}{(1 + CMPC)^n}$$

IV.4.2 Calcul du Beta

L'estimation du Beta nécessite d'avoir recours à des comparables sectoriels. Dans la mesure où nous n'avons pas retenu la méthode des comparables boursiers à titre principal faute d'agrégats financiers et de modèles économiques identiques à la Société, nous n'avons pas considéré ce panel pour l'estimation du Beta. Nous avons trouvé préférable de retenir un indice sectoriel comme celui calculé par Aswath Damodaran, professeur de Finance à Stern School of Business (New York University). Nous avons retenu le secteur des Services aux Entreprises et Consommateurs (*Business and Consumer Services*) de la zone géographique Europe de l'Ouest.

Le Beta désendetté est ainsi estimé à 0,76. Sur cette base, nous réendettions le Beta en utilisant une structure financière cible de la Société, soit un levier financier égal à 29,4%, fondé également sur les données de Aswath Damodaran dans le même secteur et zone géographique explicités ci-dessus. Concernant le levier financier, nous n'avons pas retenu le levier financier actuel de la Société puisque celui-ci n'est pas normatif étant donné les récentes acquisitions dont notamment celle de Owlance et de refinancement en cours. De plus, la stratégie et le modèle économique de la Société sont en partie fondées sur la croissance externe et donc des acquisitions ponctuelles, nous avons donc retenu une structure cible qui incorpore un certain niveau de dettes financières. Le Beta applicable à la Société ressort à 0,93 et se décompose comme suit :

Figure 11 : Beta de la Société

Beta des comparables		
Données	Valeurs	Sources
Beta désendetté du secteur	0,76	Aswath Damodaran 2018, Business and consumer services, Western Europe
Taux d'imposition normatif	25,8%	Taux d'imposition normatifs en France et en Espagne
Levier financier cible	29,4%	Aswath Damodaran 2018, Business and consumer services, Western Europe
Beta réendetté selon la structure	0,93	

Le taux d'impôts sur les bénéfices en Espagne est de 25,0%. Il est de 25,8% en France en normatif puisque, selon le Projet Loi Finance 2018, il est prévu que le taux d'imposition soit de 25,8% à partir de 2022.

IV.4.3 Taux d'actualisation et coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Nous avons estimé deux CMPC, un pour la France et un pour la région Ibérique, que nous avons pondéré ensuite selon une répartition respective de 81,2% et 18,8% (cf. hypothèses IV.4.1).

Région France

Les hypothèses suivantes ont été utilisées pour la détermination du coût moyen pondéré du capital :

- Un taux sans risque de 0,8%, correspondant à la moyenne 3 mois des OAT 10 ans à la Date d'Evaluation (source : Thomson Reuters) ;
- Une prime de risque du marché actions de 7,5% ;
- Un coefficient beta endetté avec la structure de la Société de 0,93 comme expliqué ci-dessus ;
- Une prime de taille de 2,7%, correspondant au neuvième décile de la prime de taille donnée par Ibbotson ;
- Un coût de marché de la dette avant impôt de 3,3% ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,8%.

Figure 12 : CMPC France de la Société

CMPC France	Données
Taux sans risque	0,8%
Prime de risque du marché actions	7,5%
Coefficient beta endetté	0,93
Prime de taille	2,7%
Pourcentage des capitaux propres	77,3%
Coût des capitaux propres	8,1%
Coût de la dette avant impôts	3,3%
Taux d'IS normatif	25,8%
Pourcentage des dettes financières	22,7%
Coût de la dette	0,6%
CMPC France	8,6%

Région Ibérique

Les hypothèses suivantes ont été utilisées pour la détermination du coût moyen pondéré du capital :

- Un taux sans risque de 1,6%, correspondant à la moyenne 3 mois des bons du trésors espagnols 10 ans à la Date d'Evaluation (source : Thomson Reuters) ;
- Une prime de risque du marché actions de l'ordre de 7,9% ;
- Un coefficient beta endetté avec la structure de la Société de 0,93 comme expliqué ci-dessus ;
- Une prime de taille de 2,7%, correspondant au neuvième décile de la prime de taille donnée par Ibbotson ;
- Un coût de marché de la dette avant impôt de 3,3% ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,0%.

Figure 13 : CMPC région Ibérique de la Société

CMPC région Ibérique	Données
Taux sans risque	1,6%
Prime de risque du marché actions	7,9%
Coefficient beta endetté	0,93
Prime de taille	2,7%
Pourcentage des capitaux propres	77,3%
Coût des capitaux propres	9,0%
Coût de la dette avant impôts	3,3%
Taux d'IS normatif	25,0%
Pourcentage des dettes financières	22,7%
Coût de la dette	0,6%
CMPC région Ibérique	9,5%

La moyenne pondérée des CMPC est de 8,8%. Par conséquent, un CMPC de 8,8% a été retenu pour la Société dans le cadre de la valorisation par la méthode des DCF.

Figure 14 : CMPC de la Société retenu

CMPC retenu	Données
CMPC France	8,6%
Prorata France retenu	81,2%
CMPC région Ibérique	9,5%
Prorata région Ibérique retenu	18,8%
Moyenne pondérée	8,8%
CMPC retenu pour la Société	8,8%

IV.4.4 Prime de risque du marché actions

La prime de risque retenue du marché actions pour la région France est de 7,5% à la Date d'Evaluation. Elle est calculée par les services internes de NG Finance qui utilise une moyenne de plusieurs approches fondées sur le rendement du CAC40 dont notamment l'approche par l'analyse des rendements historiques, par l'approche des valeurs résiduelles (« residual income model ») ainsi que par l'actualisation des dividendes. Ces différentes méthodes permettent d'effectuer une analyse à la fois historique et prospective des rendements du marché actions.

La prime de risque retenue du marché actions pour la région Ibérique est de 7,9%. La valeur retenue est issue de données publiques (source : <http://www.market-risk-premia.com>) au 31 décembre 2018.

Les primes de risque retenues ont fait l'objet de comparaisons avec notamment celles proposées par A.Damodaran et Thomson Reuters afin de soutenir la cohérence des hypothèses retenues.

IV.4.5 Prime de taille

Les travaux académiques et théories financières démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé pour des entreprises de taille importante, telles que les entreprises du CAC40, base de l'étude du rendement du marché actions. Le corollaire intègre également des risques accrus au regard des chiffres précités. Par conséquent, il convient d'appliquer une prime de taille afin de tenir compte de ces différentiels. Nous retenons une prime de taille de 2,7% qui correspond au neuvième décile de la prime de taille donnée par Ibbotson (Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, Duff & Phelps).

IV.4.6 Coût de la dette

Dans le cadre de notre analyse, le coût de la dette est estimé en normatif afin de tenir compte du refinancement de l'endettement financier de la Société. Le coût de la dette retenu est fondé sur le taux agréé dans le cadre du refinancement à 3,3% sur la base d'une dette financière de maturité de 6 ans. Cette dette financière sera composée à 30% de tranche A amortissable et 70% de tranche B in fine, pour un montant nominal total de 165,0 M€.

IV.4.7 Taux de croissance à long terme

Le taux de croissance à long terme retenu est de 1,0%. Il correspond à un taux de croissance attendu pour un marché à faible croissance sur le long terme (hypothèse de croissance à l'infini). Il conviendra de noter que cette hypothèse de croissance long terme ne devra pas être confondue avec la croissance du secteur à court et moyen terme soutenue notamment par une tendance des entreprises du secteur bancaire et des assurances à externaliser les activités de back-office. Afin d'estimer ce taux de croissance, nous avons retenu une moyenne pondérée d'évolution des PIB français et espagnol attendus en 2019, soit respectivement 1,9% et 2,4% selon l'OCDE, qui aboutit à une croissance pondérée de 2,0%. La Société opérant sur un marché arrivant à maturité caractérisée par un plafonnement du taux de pénétration et des pressions déflationnistes sur les contrats, nous avons retenu 50% de cette valeur, soit 1,0%.

IV.4.8 Période de convergence et valeur terminale

La valeur terminale retenue à la fin de la période de convergence intègre les hypothèses d'un marché en faible croissance à long terme et suppose des marges moyennes, retenues sur le plan d'affaires, de la Société à long terme compte tenu des données financières actuelles de la Société ainsi que du plan d'affaires. Nos hypothèses sont cohérentes avec les chiffres historiques de la Société.

Nous avons retenu une période de convergence de trois années entre la dernière année du plan d'affaires et le flux normatif.

IV.4.9 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Une fois la valeur d'entreprise déterminée par la méthode des DCF, il convient de déduire de cette valeur l'endettement financier net de la Société afin de déterminer la valeur attribuée aux fonds propres. Nous avons retenu plusieurs retraitements au niveau de la dette financière nette afin de prendre en compte les ajustements liés à des fluctuations de trésorerie probables dans un avenir proche. Nous avons également intégré une estimation de flux de trésorerie générés depuis le 30/06/2018. Notons

que le plan d'affaires expose une forte saisonnalité entre les deux semestres 2018, nous en tenons compte dans nos travaux afin de calculer l'atterrissage de trésorerie à la Date d'Evaluation.

Nous avons intégré dans le plan d'affaires les impacts de l'opération de Sale & Leaseback qui va être réalisée par la Société. Une cession des murs détenus par la Société (Bordeaux, Nanterre, Lyon, Coulommiers) a en effet été signée afin de procéder à une location de ces derniers par la suite. Une telle opération a un impact positif en termes de trésorerie et sur la valeur des titres dans la mesure où l'encaissement lié à la cession est immédiatement avantageux par rapport aux charges de loyer en raison de l'effet d'actualisation, c'est-à-dire du taux d'actualisation retenu pour les projections des agrégats financiers. Ce surcroît de valeur a été intégré dans nos travaux et est matérialisé par un impact positif sur la valeur du titre. Nous considérons l'impact de l'opération conduisant à un produit de cession (net vendeur) de l'ordre de 19,8 M€, contre une valeur nette comptable de 19,5 M€. Les niveaux de loyers agréés s'élèvent à 1,4 M€ par an, et nous appliquons le même taux de croissance de ces flux sur la période de convergence et sur le flux normatif, en cohérence avec notre méthode des DCF.

Les états financiers au 30 juin 2018 affichent une dette financière brute de 141,7 M€ et une trésorerie de 15,3 M€, soit une dette financière nette de 126,4 M€. Nous retenons ces valeurs à la Date d'Evaluation mais nous appliquons les ajustements suivants à la dette financière nette :

- **Cession de CPoR Devises** : réalisée en date du 31 décembre 2018 par la Société, nous prenons en compte des produits de cession de CPoR s'élevant à 85,5 M€. Ce montant est net de frais liés à l'opération ainsi que de la fiscalité. Nos travaux excluent l'impact des flux financiers relatifs à CPoR Devises, sur la base du plan d'affaires de la Société. L'impact en termes de flux financier est ainsi réintégré positivement au sein de la trésorerie.
- **Eléments de variation du périmètre à venir** : opérations en cours non encore communiquées par la Société. Notre estimation de ces dernières correspond à une hypothèse prudente sur le montant ainsi que sur la date de réalisation effective. Le montant retenu est de 4,1 M€ venant impacter à la hausse la trésorerie.
- **Intérêts minoritaires retraités des variations de périmètre** : selon les informations communiquées par la Société, les intérêts minoritaires au 30 juin 2018 s'élèvent à 14,1 M€ au total dont une part de 11,6 M€ est liée à l'entité CPoR Devises. Nous retenons par conséquent un montant d'intérêts minoritaires qui augmente la dette financière à hauteur de 2,5 M€ à la Date d'Evaluation. Nous retraitions par ailleurs de ce montant les intérêts minoritaires liés aux éléments de variation de périmètre à venir. Les intérêts minoritaires s'élèvent ainsi à 1,4 M€.
- **Provisions pour retraites** : selon les états financiers au 30 juin 2018, les provisions pour retraites sont estimées de l'ordre de 21,3 M€. Après retraitement de la déduction fiscale afférente, la valeur de marché des provisions pour retraites est de 15,8 M€. Nous considérons ces provisions comme une dette financière complémentaire à porter par la Société.
- **Provisions pour risques et charges** : les états financiers au 30 juin 2018 font apparaître des provisions pour risques et charges pour un montant total de 4,8 M€. Nous retenons ce montant à la Date d'Evaluation comme une dette financière additionnelle pour la Société.
- **Compléments de prix** : l'analyse des documents et informations fournis par la Société aboutit à un montant total estimé pour les compléments de prix de 2,8 M€, soit un montant de 2,5 M€ (valeur actualisée au coût des fonds propres). Cette valeur venant ainsi augmenter le montant de la dette financière. Par ailleurs, le complément de prix lié à l'acquisition de Dhimythis s'élevant à un montant de 14,2 M€ est payable en avril 2021. Ce complément de prix ne serait pas décaissé en raison de la performance financière retenue dans le plan d'affaires. Ce dernier ne prévoit pas l'atteinte des objectifs associés.
- **Déficit reportable** : l'analyse des informations communiquées par la Société et des documents disponibles permet d'identifier un déficit reportable de l'ordre de 26,3 M€ liés notamment à Owlance (17,0 M€) et à Dhimythis (6,0 M€). Les comptes consolidés de la Société indiquent un horizon de recouvrement pouvant aller jusqu'à 8 ans. Sans information supplémentaire et dans une optique de prudence, nous retenons une période de 4 ans dans nos estimations de l'économie

fiscale. L'économie fiscale représentée par ce déficit reportable est estimée à 6,8 M€ (après actualisation au coût des fonds propres).

- **Frais de la nouvelle structure financière (post-Offre) :** le refinancement va permettre à la Société d'améliorer sa structure financière et de diminuer le poids des charges financières. Cette opération va induire des frais financiers notamment liés aux conseils nécessaires dans le cadre de l'opération de refinancement. L'ensemble de ces frais additionnels mène à un ajustement de 5,7 M€ à réintégrer dans la dette financière. Ces frais représentent un montant de 3,5% de la dette senior (tranche A et B), ce qui apparaît en ligne avec les standards de marché, ces derniers s'élevant habituellement entre 2% et 5%.

Au vu de l'ensemble de ces éléments, la détermination des éléments de passage (hors atterrissage) entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres s'élève à 40,4 M€.

L'atterrissage de trésorerie au 31/12/2018 est calculé par différence entre l'atterrissage prévue du plan d'affaires et des comptes consolidés de la Société au 30/06/2018. Il fait ressortir un flux de trésorerie sur la période de 12,6 M€ en intégrant notamment 1,8 M€ liés au prorata des intérêts financiers dus entre le 30/06/2018 et le 31/12/2018.

IV.4.10 Résultats de la méthode DCF et synthèse

Nous présentons ci-après une analyse de la valeur d'entreprise, complétée par une analyse de sensibilité des capitaux propres ainsi qu'une analyse de la valeur unitaire des actions de la Société. Nous soumettons les données de Tessi aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini retenus pour le calcul de la valeur terminale.

Figure 15 : Valeur des fonds propres par les DCF

Synthèse de la méthode DCF (M€)	Données
Valeur d'entreprise	474,8
Dettes financières nettes	(126,4)
Produit de cession net Sale & Leaseback	19,8
Cession de CPoR	85,5
Eléments de variation du périmètre à venir	4,1
Intérêts minoritaires retraité des variations de périmètre	(1,4)
Provisions pour retraites	(15,8)
Provisions pour risques et charges	(4,8)
Compléments de prix	(2,5)
Déficit reportable	6,8
Frais nouvelle structure financière	(5,7)
Atterrissage de trésorerie au 31/12/2018	12,6
Valeur des fonds propres	446,9
Nombre d'actions fully-diluted	2 827 220
Prix unitaire d'une action (€)	158,1

Le Prix d'Offre de 160,0 € proposé par l'Initiateur extériorise une prime de +1,2% par rapport à la valeur intrinsèque de 158,1 €.

Il conviendra de noter que la valeur terminale représente 60,6% de la valeur d'entreprise de la Société.

Par ailleurs, la valeur d'entreprise obtenue de 474,8 M€ représente un multiple d'EBITDA 2018 de 8,2x.

Dans le cadre de l'application de l'approche par les DCF, une analyse de sensibilité de la valeur obtenue a été menée en fonction des critères suivants :

- Taux d'actualisation : CMPC (+/- 0,25%) ;
- Taux de croissance à long terme (+/- 0,25%) ;
- Marge d'EBITDA (+/- 0,25%).

Figure 16 : Sensibilité de la valeur des capitaux propres (M€)

		CMPC				
		8,3%	8,5%	8,8%	9,0%	9,3%
Taux de croissance à long terme	1,5%	509,1	488,7	469,8	452,1	435,6
	1,3%	495,1	475,9	458,0	441,2	425,5
	1,0%	482,1	463,9	446,9	431,0	416,0
	0,8%	470,0	452,7	436,6	421,4	407,1
	0,5%	458,6	442,2	426,8	412,4	398,7

		CMPC				
		8,3%	8,5%	8,8%	9,0%	9,3%
Marge d'EBITDA	+0,50%	500,1	481,0	463,3	446,6	431,0
	+0,25%	491,1	472,5	455,1	438,8	423,5
	Normatif	482,1	463,9	446,9	431,0	416,0
	-0,25%	473,1	455,4	438,7	423,2	408,6
	-0,50%	464,2	446,8	430,6	415,4	401,1

Au regard des hypothèses retenues, nos travaux nous conduisent à une valeur des titres intrinsèque de Tessi par la méthode des DCF comprise entre 431,0 M€ et 463,9 M€, pour une valeur centrale de 446,9 M€.

Figure 17 : Sensibilité de la valeur d'une action (€)

		CMPC				
		8,3%	8,5%	8,8%	9,0%	9,3%
Taux de croissance à long terme	1,5%	180,1	172,9	166,2	159,9	154,1
	1,3%	175,1	168,3	162,0	156,1	150,5
	1,0%	170,5	164,1	158,1	152,4	147,1
	0,8%	166,2	160,1	154,4	149,0	144,0
	0,5%	162,2	156,4	151,0	145,9	141,0

		CMPC				
		8,3%	8,5%	8,8%	9,0%	9,3%
Marge d'EBITDA	+0,50%	176,9	170,1	163,9	158,0	152,4
	+0,25%	173,7	167,1	161,0	155,2	149,8
	Normatif	170,5	164,1	158,1	152,4	147,1
	-0,25%	167,4	161,1	155,2	149,7	144,5
	-0,50%	164,2	158,0	152,3	146,9	141,9

La valeur centrale de l'action Tessi de 158,1 € est comprise dans une fourchette de 152,4 € à 164,1 € selon les hypothèses retenues en termes de taux de croissance, de marge, et de taux d'actualisation.

Le Prix d'Offre est encadré par les résultats de la méthode de l'actualisation des flux. Le bas de la fourchette fait ressortir une prime de +5,0% tandis que le haut de la fourchette fait apparaître une décote de -2,5%.

IV.5 Méthode des comparables boursiers (méthode présentée à titre indicatif)

L'échantillon des entreprises cotées en bourse dont le modèle économique s'approche de celui de la Société est le suivant :

- Be Think Solve Execute SpA : entreprise spécialisée dans le conseil en technologie ;
- Cegedim SA : entreprise spécialisée dans la gestion des données liées aux activités d'information médicale et de la relation client ;
- Neopost SA : entreprise spécialisée dans la gestion des flux et logistique de courriers ;
- Infotel SA : entreprise spécialisée dans les services informatiques et les solutions logicielles ;
- Reply SA : entreprise spécialisée dans les solutions de communications basée sur les nouvelles technologies et réseaux.

La méthode des multiples boursiers a été retenue uniquement à titre indicatif car les modèles économiques, et agrégats financiers de ces entreprises n'étaient pas assimilables à ceux de la Société pour les raisons suivantes :

- **Be Think Solve Execute SpA** : société italienne de conseil en technologie qui propose à ses clients des services informatiques, de gestion de processus, de documents et d'ingénierie. Ces services comprennent l'assistance et le conseil en développement de produits, de services à la clientèle, du conseil en organisation et ressources humaines ainsi que des solutions d'ingénierie, de gestion de projets et d'intégration de systèmes. Les principaux secteurs d'activités de ses clients sont les télécommunications, l'énergie, les médias et la finance. Elle collabore aussi avec de nombreux acteurs du secteur du divertissement, des sports et des arts.
Les actions de la société Be Think Solve Execute SpA sont cotées en Italie, à la bourse de Milan (Milan Stock Exchange). Son introduction en bourse a eu lieu le 08/10/2000. Cette société présente des marges similaires à la société Tessi SA, ce qui en fait un possible membre du panel des comparables boursiers afin d'évaluer la valeur des titres de Tessi SA. Toutefois, Be Think Solve Execute SpA dispose d'un business model assez éloigné de celui de Tessi SA. Tout d'abord, le fait que le marché principal de cette société soit l'Italie est un obstacle à la comparaison avec Tessi SA. Les marchés français et italien présentent en effet des disparités en termes de croissance, de développement et d'opportunités. De plus, la société Tessi SA ne dispose pas actuellement d'activités en Italie, ce qui rend la comparaison non pertinente. Enfin, les activités de Be Think Solve Execute SpA sont plus généralistes que celles de Tessi SA, cela est démontré par les secteurs d'activité des clients de Be Think Solve Execute SpA qui sont différents de Tessi SA. La société italienne collabore notamment avec des entreprises du secteur des télécommunications, des médias ou de l'énergie, secteurs dans lesquels Tessi SA n'a pas d'activité. Il y a donc une différence entre les business model des deux sociétés.
- **Cegedim SA** : société française basée à Boulogne-Billancourt (Ile-de-France) qui produit et distribue des données et des services liés aux activités d'information médicale et de gestion de la relation client pour les départements des ventes et de marketing des secteurs de la santé et des sciences de la vie. Cegedim SA propose également des logiciels personnalisés pour la gestion des données médicales et paramédicales ainsi que des applications de gestion dédiées au secteur de l'assurance maladie. Cegedim SA possède des activités en France et à l'étranger dans plus de 80 pays.
Les actions de la société Cegedim SA sont cotées en France, à la bourse de Paris (Euronext Paris). Son introduction en bourse a eu lieu le 01/01/1995. Le business model de la société basée sur le traitement des flux de données sur un secteur d'activité principal ressemble à celui de la société Tessi SA, une intégration dans le panel de sociétés comparables peut être envisagée. Toutefois, l'activité de Cegedim SA est très internationalisée par rapport à celle de Tessi SA. En effet, Cegedim SA est présente dans plus de 80 pays alors que Tessi SA dispose d'activités dans 14 pays. Cela explique la différence de croissance du chiffre d'affaires observée, environ 6% par an attendue pour Cegedim SA lors des deux prochaines années (2018 et 2019) contre 3% par an en moyenne budgétée pour Tessi SA. Cette différence de croissance peut entraîner ici encore une surévaluation de la société Tessi SA.
- **Neopost SA** : entreprise française basée à Reuil-Malmaison (Ile-de-France) spécialisée dans la gestion des flux de documents et plus particulièrement de la logistique de courrier. La société propose ses services en France et à l'international via un réseau de filiales. Elle fournit également

une gamme de services complémentaires comme du conseil, de la maintenance ou du financement et des services en ligne en lien avec la gestion de flux.

Les actions de la Société Neopost SA sont cotées en France, à la bourse de Paris (Euronext Paris). Son introduction en bourse a eu lieu le 23/02/1999. Cette société présente des similarités avec Tessi SA notamment sur le traitement et la gestion des flux, ce qui peut nous amener à inclure Neopost SA dans le panel de sociétés comparables à Tessi SA. Cependant, l'étude des marges de Neopost SA montre que celles-ci sont bien différentes de celles de Tessi SA. Elles sont jusqu'à deux fois supérieures aux autres sociétés du panel de sociétés comparables et à celles de Tessi SA. Par exemple, la marge d'excédent brut d'exploitation de Neopost SA est de 25,6% en 2017 alors qu'elle est de 14,8% pour Tessi SA. Il en est de même pour la marge de résultat d'exploitation de Neopost SA qui était de 17,2% contre 11,9% pour Tessi SA en 2017. Cette différence de niveau de rentabilité avec Tessi peut induire des disparités significatives dans l'évaluation de la Société par la méthode des comparables.

- **Infotel SA** : société française basée à Neuilly sur Seine spécialisée dans les services informatiques et les solutions logicielles. Elle fournit des solutions de conseil, d'analyse, d'audit de systèmes informatiques, de maintenance d'applications tierces et de test de logiciels, afin d'aider les entreprises dans la gestion, l'utilisation et l'archivage de données. Infotel SA possède des activités en France et en Grande-Bretagne et collabore avec des clients des secteurs de l'industrie, de la banque et de la finance, de l'assurance ou encore des entreprises du secteur public. Les actions de la société Infotel SA sont cotées en France, à la bourse de Paris (Euronext Paris). Son introduction en bourse a eu lieu le 21/01/1999. Le business model de la société basée sur le traitement des flux de données sur les secteurs d'activité des banques et assurances ressemble à celui de la société Tessi SA, il est donc possible d'envisager l'intégration de cette société dans le panel de sociétés comparables. Cependant, ici encore la croissance du chiffre d'affaires d'Infotel SA est significativement supérieure à celle de Tessi SA. Sur la période 2018-2019, la croissance du chiffre d'affaire prévue est de 8,6% par an contre 3% en moyenne par an pour le chiffre d'affaires de Tessi SA. Retenir cette société pourrait conduire à une surévaluation de Tessi SA.
- **Reply SpA** : entreprise basée en Italie qui fournit des solutions de communications basée sur les nouvelles technologies et réseaux. Ainsi, elle propose des offres allant de la détermination du projet à la mise en œuvre des solutions envisagées. Pour se faire, Reply SpA dispose de six plateformes qui permettent à leurs clients de globaliser et recentrer les informations et données. Reply SpA dispose de bureaux dans une quinzaine de pays en Europe et aux Etats-Unis. Les actions de la société Reply SpA sont cotées en Italie, à la bourse de Milan (Milan Stock Exchange). Son introduction en bourse a eu lieu le 30/11/2000. Cette société présente des marges similaires à la société Tessi SA, ce qui en fait un possible membre du panel des comparables boursiers afin d'évaluer la valeur des titres de Tessi SA. Toutefois, le business model de Reply SpA est assez éloigné de celui de Tessi SA. Les activités de télécommunications de Reply SpA ne sont pas présentes chez Tessi SA ce qui rend difficile la comparaison entre ces deux sociétés.

Les agrégats financiers prospectifs sur la période 2018-2020 sont les suivants :

Figure 18 : Agrégats financiers prospectifs (2018-2020)

Entreprises	Croissance de chiffre d'affaires			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Be Think Solve Exe.	10,6%	7,1%	n.a.	13,6%	14,1%	n.a.	9,0%	9,8%	n.a.
Neopost	-1,0%	0,1%	n.a.	24,4%	25,0%	n.a.	15,4%	16,3%	n.a.
Cegedim	6,1%	5,4%	4,4%	15,9%	16,5%	17,1%	5,9%	7,6%	8,5%
Infotel	8,8%	7,3%	n.a.	11,8%	12,3%	n.a.	10,1%	10,6%	n.a.
Reply	10,7%	8,9%	n.a.	14,3%	15,3%	n.a.	13,3%	13,6%	n.a.
Médiane	8,8%	7,1%	4,4%	14,3%	15,3%	17,1%	10,1%	10,6%	8,5%
Moyenne	7,0%	5,8%	4,4%	16,0%	16,6%	17,1%	10,7%	11,6%	8,5%

Source : Thomson Reuters

Entreprises	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Be Think Solve Exe.	1,0x	1,0x	n.a.	7,6x	6,9x	6,5x	11,5x	9,9x	9,2x
Neopost	1,3x	1,3x	n.a.	5,6x	5,5x	5,4x	8,9x	8,4x	8,7x
Cegedim	0,9x	0,9x	0,8x	5,6x	5,1x	4,7x	15,2x	11,1x	9,6x
Infotel	0,9x	0,8x	n.a.	6,9x	6,2x	5,8x	8,1x	7,2x	6,2x
Reply	1,6x	1,5x	n.a.	10,9x	9,4x	8,7x	11,8x	10,6x	9,7x
Médiane	1,0x	1,0x	0,8x	6,9x	6,2x	5,8x	11,5x	9,9x	9,2x
Moyenne	1,2x	1,1x	0,8x	7,3x	6,6x	6,2x	11,1x	9,4x	8,7x

Source : Thomson Reuters

En appliquant les retraitements de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, l'approche par les multiples boursiers conduit à une valeur des titres de Tessi comprise dans une fourchette entre 357,7 M€ et 443,4 M€ sur la base d'une moyenne de multiples VE/EBITDA et VE/EBIT sur la période 2018-2019. Ces valeurs correspondent à une valeur par titre de Tessi comprise dans une fourchette entre 126,5 € et 156,8 €.

IV.6 Résultats des méthodes non retenues

Comme expliqué en partie IV.2., nous n'avons pas retenu la méthode de l'ANC et les multiples transactionnels. Nous présentons néanmoins à titre indicatif les résultats de nos recherches.

IV.6.1 Méthode des comparables transactionnels

Nous présentons ci-après l'échantillon des transactions comparables bien que nous n'ayons pas retenu la méthode. En effet, outre les spécificités du modèle économique de la Société et ses agrégats financiers, les changements de périmètre dus aux opérations de croissance externe rendent l'application des multiples transactionnels non pertinente.

Le panel des transactions retenues comprend les sociétés suivantes :

- CoCompany Limited : société basée à Londres (Grande-Bretagne) spécialisée dans le consulting en organisation et performance ;
- Descom Oy : société de consulting finlandaise spécialisée dans le développement d'applications et de services pour logiciels IBM ;
- TeleBilling : société danoise spécialisée dans l'édition de solutions pour activités supports dans le secteur des télécommunications ;
- Exclusive Networks Group : société française spécialisée dans la cybersécurité et les infrastructures informatiques.

Figure 19 : Panel de transactions comparables

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Acquisition (%)	Données historiques					Multiples		
					VE	CA	EBITDA	EBIT	Marge EBITDA	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
01/10/2015	Heidrick & Struggles Inter.	CoCompany Limited	UK	100%	9,5	8,1	1,6	1,6	19,6%	1,40x	7,13x	7,19x
02/07/2015	Solteq Oyj	Descom Oy	FL	100%	26,0	35,2	2,6	(0,1)	7,3%	0,89x	12,05	n.a.
12/05/2015	Hansen Technology Limited	TeleBilling A/S	DK	100%	20,1	15,9	3,5	3,1	21,9%	1,51x	6,91x	7,69x
23/03/2015	Cobepa S.A.	Exclusive Networks Group	FR	100%	350,0	627,0	45,0	n.a.	7,2%	0,61x	8,56x	n.a.
Médiane									13,5%	1,14x	7,84x	7,44x
Moyenne									14,0%	1,10x	8,66x	7,44x

Source : Mergermarket

En appliquant les retraitements de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, l'approche par les multiples transactionnels conduit à une valeur des titres de Tessi comprise dans une fourchette entre 387,4 M€ et 479,7 M€ sur la base d'une moyenne de multiples VE/EBITDA et VE/EBIT sur les agrégats financiers de 2017. Ces valeurs correspondent à une valeur par titre de Tessi comprise dans une fourchette entre 137,0 € et 169,7 €.

IV.6.2 Méthode de l'ANC

Comme expliqué dans la présentation des méthodes d'évaluation, nous ne retenons pas l'approche par la méthode de l'Actif Net Comptable. Cette approche ne reflète en effet pas les performances futures de la Société.

A titre informatif, nous présentons ci-dessous la valeur des titres de la Société selon la méthode de l'ANC sur la base du bilan comptable consolidé au 30/06/2018 :

Figure 20 : Actif Net Comptable au 30/06/2018

ANC (M€)	30/06/2018
Actifs nets	309,4
Besoin en Fonds de Roulement	5,7
Intérêts minoritaires	(14,1)
Dette financière brute	(141,7)
Trésorerie	15,3
Valeur des fonds propres selon l'ANC	174,5
Nombre d'actions fully-diluted	2 827 220
Prix unitaire d'une action (€)	61,7

IV.7 Opérations connexes

Sur la base de nos échanges avec la Société et les parties prenantes à l'opération, et à la suite de l'analyse des informations et documents reçus, nous présentons ci-après, conformément à l'article 261-1, 4° du règlement de l'AMF, les opérations connexes susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation des conditions de l'Offre.

Opération de Sale & Leaseback

L'opération de Sale & Leaseback, signée en décembre 2018, devrait être réalisée au cours du premier trimestre 2019. Nous avons pris connaissance de la promesse de vente signée au 20 décembre 2018 et analysé les modalités et hypothèses relatives à cette opération. Cette dernière consistera à céder les locaux détenus par Tessi (4 immeubles) pour un montant de 19,8 M€ net des frais de cession, puis de procéder à une location de ces derniers (loyers de l'ordre de 1,4 M€ par an fondés sur le montant des loyers actuels). Les loyers sont indexés sur l'indice ILAT (indice des loyers des activités tertiaires). Sur un historique de 5 ans (T3 2013 à T3 2018), le taux de croissance annuel composé de l'indice ILAT est de 1,0%. Cette analyse est intégrée au sein de nos projections au travers d'une croissance des loyers à l'infini à hauteur de 1,0% par année. Ce mécanisme impactera à la hausse les charges opérationnelles de la Société. Cette opération fait ressortir une création de valeur pour la Société expliquée par l'encaissement immédiat lié à la cession qui est avantageux par rapport aux charges de loyer additionnelles. Le taux d'actualisation est appliqué aux projections de valeurs et aux charges retenues au sein du plan d'affaires. Le surcroît de valeur ainsi généré a été intégré dans nos travaux et est matérialisé par un impact positif sur la valeur du titre. Cet impact positif, qui représente selon nos analyses un gain de 2,6 € par action, est intégré dans nos travaux et résultats présentés.

Cette opération est égalitaire pour les parties prenantes et profite à l'ensemble des actionnaires.

Refinancement

La Société a annoncé le 7 janvier 2019 par voie de communiqué de presse avoir obtenu l'accord de ses partenaires bancaires pour le refinancement de l'intégralité de sa dette. Les conditions d'endettement de ce refinancement de la dette de la Société sont plus favorables et flexibles permettant à la fois de diminuer le coût de la dette à un taux moyen de 3,3% (baisse du coût de financement de 10bps), d'allonger de 2 ans la maturité des dettes de la Société et d'alléger les covenants qui y sont liés (un unique covenant au lieu de deux auparavant, avec des marges de manœuvre accrues). L'analyse de la structure financière de la Société fait ressortir un levier net (dette financière nette par rapport à l'EBITDA) au 31/12/2018 de 0,5x avant dividende et de 2,5x après dividende, respectant ainsi le covenant fixé. Cette opération de refinancement octroie par ailleurs à Tessi une capacité à financer des opérations de croissances externes.

Ce refinancement et ses conséquences, qui sont pris en compte dans nos travaux présentés au sein du présent rapport, n'altèrent pas le caractère équitable de l'Offre.

Versements de dividendes

Les versements de dividendes envisagés par la Société, dont nous avons mentionné les montants prévus, n'auront pas d'incidence sur la valeur de Tessi pour ses actionnaires. Le détachement du dividende sera neutre sur la valeur pour l'actionnaire dans la mesure où la valeur de l'action sera mécaniquement diminuée du montant de la distribution qu'il viendra de percevoir. Par ailleurs, cette opération est totalement égalitaire pour l'ensemble des actionnaires.

Ainsi, comme précisé au sein du présent rapport, cette opération n'implique aucune incidence sur l'appréciation de l'Offre, ni son caractère équitable.

Remboursement du prêt d'actionnaire

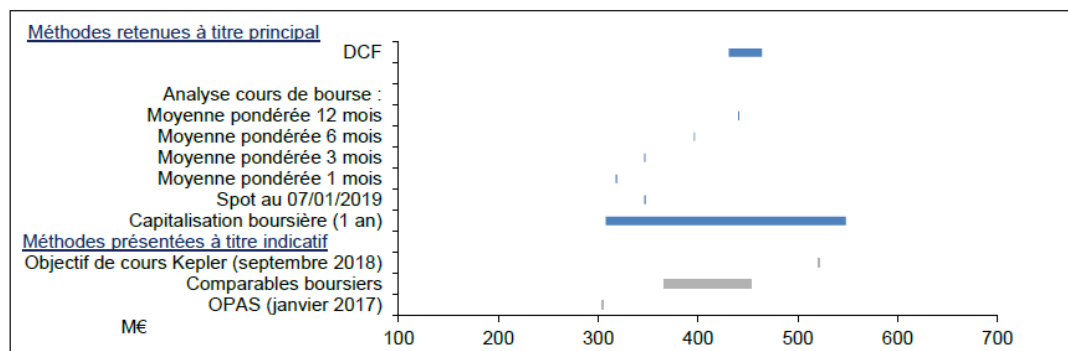
Pour rappel, Pixel Holding avait consenti un prêt intragroupe de 47,8 M€ à la Société en janvier 2017 dont les intérêts s'élevaient à un taux de 4,8% initialement. A la suite d'une renégociation ayant abouti à un avenant en juillet 2017, le taux du prêt intragroupe a été porté à 3,8%. Le Conseil de Surveillance de Tessi du 7 janvier 2019 a autorisé le remboursement complet de la partie résiduelle de ce prêt (29,4 M€) sous réserve de la mise en place du plan de refinancement mentionné ci-avant. Cette opération ne présente pas d'incidence sur l'appréciation de l'Offre.

Les opérations connexes mentionnées ont été prises en compte dans nos travaux d'évaluation. Nous confirmons qu'elles sont équitables du point de vue des actionnaires minoritaires de Tessi et qu'elles n'avantagent pas certains actionnaires au détriment d'autres. Il est par ailleurs précisé que l'analyse des différents accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du Prix d'Offre.

IV.8 Synthèse de valorisation

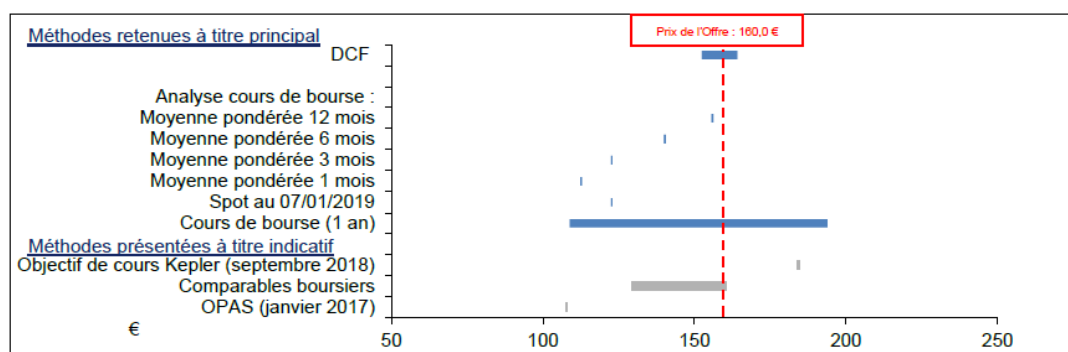
Les graphiques ci-dessous présentent les fourchettes de valorisation des titres de Tessi selon les différentes approches méthodologiques retenues :

Figure 21 : Synthèse de valorisation des titres (M€)



Source : Thomson Reuters, NG Finance

Figure 22 : Synthèse de valorisation des titres, valeur par action (€)



Source : Thomson Reuters, NG Finance

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

Nous présentons ci-dessous un tableau récapitulatif permettant d'effectuer un comparatif des travaux de l'Etablissement Présentateur avec les résultats de notre analyse :

Figure 23 : Comparatif des travaux de Oddo et de NG Finance

Tableau récapitulatif	Etablissement présentateur			Expert indépendant		
	Min	Max	Centrale	Min	Max	Centrale
Méthode des DCF	150,1	162,0	156,1	152,4	164,1	158,1
Cours de bourse – 1 an	109,5	192,0	n.a.	109,5	195,0	n.a.
Multiples boursiers	123,5	137,7	n.a.	126,5	156,8	n.a.

V.1 Choix des méthodes d'évaluation

En termes de choix des méthodes d'évaluation, l'Etablissement Présentateur a retenu la méthode des cours de bourse ainsi que la méthode APV (VAN ajustée), qui est une variante de la méthode DCF, à

titre principal. Nous avons également employé la méthode des cours de bourse mais nous avons retenu l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) fondée sur un taux d'actualisation au coût moyen pondéré du capital. L'Etablissement Présentateur a eu une approche similaire à la nôtre sur les multiples boursiers puisqu'il n'a pas retenu cette approche à titre principal mais présente les résultats obtenus à titre indicatif.

V.2 Analyse des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres

La détermination des éléments de passage (hors atterrissage) entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres effectué par l'Etablissement Présentateur (42,1 M€) est relativement similaire à nos travaux (40,4 M€).

En intégrant les éléments de passage liés à l'atterrissage, les écarts entre les retraitements de l'Etablissement Présentateur et nos retraitements sont les suivants :

Figure 24 : Ecart entre les retraitements de l'Etablissement Présentateur et de l'Expert indépendant

Tableau récapitulatif – en M€	Etablissement présentateur	Expert indépendant	Ecart
Dettes financières brutes (au 30/06/2018)	(141,7)	(141,7)	-
Trésorerie (au 30/06/2018)	15,3	15,3	-
Produit de cession net Sale & Leaseback	19,8	19,8	-
Produit de cession CPoR	85,5	85,5	-
Eléments de variation du périmètre à venir	4,1	4,1	-
Intérêts minoritaires retraités des variations de périmètre	(1,4)	(1,4)	-
Provisions pour retraites	(15,8)	(15,8)	-
Provisions pour risques et charges	(4,8)	(4,8)	-
Complément de prix	(2,6)	(2,5)	(0,1)
Déficit reportable	5,2	6,8	(1,6)
Frais de la nouvelle structure	(5,7)	(5,7)	-
Total des retraitements de la dette financière nette	(42,1)	(40,4)	(1,6)
Atterrissage au 31/12/2018	16,4	12,6	3,8
Economies fiscales liées à la méthode APV	6,9	-	6,9
Total atterrissage	23,3	12,6	10,7
Total des retraitements de la dette financière nette de l'atterrissage	(18,8)	(27,8)	9,0

Les explications concernant les écarts présentés dans le tableau ci-dessus sont les suivantes :

- Complément de prix : écart de 0,1 M€ expliqué par la différence de taux d'actualisation avec l'Etablissement Présentateur ;
- Déficit reportable : nous retenons un horizon de 4 ans pour le recouvrement linéaire des déficits reportables (stock de déficits reportables en France de 26,3 M€), pouvant aller jusqu'à 8 ans selon les comptes audités. L'Etablissement Présentateur a retenu une modélisation des déficits reportables de Dhimyotis et Owlance sur la base du plan d'affaires, puis a traité le reliquat de déficits reportables de manière linéaire sur 8 ans.
- Atterrissage : la différence en termes d'atterrissage s'explique par l'intégration de frais financiers de 1,8 M€ au sein de nos travaux. Par ailleurs, l'Etablissement Présentateur intègre une économie d'impôts liée à la déductibilité des frais financiers à hauteur de 2,0 M€.
- Economies fiscales : en raison du choix de la méthode APV, l'Etablissement Présentateur intègre la valeur nette actualisée des économies fiscales liées au paiement des frais financiers estimés sur la période 2019-2026, soit 6,9 M€. Nous tenons compte de ces économies fiscales au travers du taux d'actualisation (CMPC).

V.3 Application de la méthode des DCF

L'Etablissement Présentateur a appliqué la méthode par les flux de trésorerie actualisés sur la base du plan d'affaires communiqué par la Société. Les principales différences avec nos travaux concernant cette méthode résident dans le taux d'actualisation utilisé et la marge d'exploitation normative. L'Etablissement Présentateur a retenu un coût des fonds propres selon la méthode APV alors que nous considérons un coût moyen pondéré du capital fondé sur un levier financier cible dans la mesure où la stratégie de croissance de la Société est fondée sur l'acquisition d'entreprises du secteur et qu'elle n'exclut pas le recours à la dette financière dans le cadre de telles opérations.

Nous relevons une différence entre les hypothèses retenues par l'Etablissement Présentateur et nos hypothèses concernant les éléments suivants :

- Taux d'actualisation : l'Etablissement Présentateur retient un coût des fonds propres alors que nous retenons un coût moyen pondéré du capital ;
- Les marges normatives : l'Etablissement Présentateur retient des marges normatives stables alors que nous retenons une moyenne des marges du plan d'affaires ;
- Taux de croissance à long terme : l'Etablissement Présentateur utilise comme nous un taux de 1,0% mais nous appliquons ce taux dès la fin de notre période de convergence (en 2026) alors que l'Etablissement Présentateur applique un taux de croissance de 1% à partir du flux normatif ;
- Les dotations aux amortissements et provisions (DAP) : l'Etablissement Présentateur retient des DAP entre 2,8% et 3,0% du chiffre d'affaires alors que nous retenons des DAP de l'ordre de 2,7% du chiffre d'affaires (y compris en normatif) ;
- Les investissements : sur la période de convergence, l'Etablissement Présentateur estime un flux normatif des investissements de l'ordre de 3,0% du chiffre d'affaires alors que nous avons conservé des investissements normatifs à hauteur de 2,7% ;
- Eléments de passage hors atterrissage : l'Etablissement Présentateur retient un montant de 41,1 M€ alors que nous retenons 40,4 M€ (cf. partie V.2) ;
- Atterrissage à la Date d'Evaluation : nous retenons un atterrissage de trésorerie de 12,6 M€ résultant d'une variation de trésorerie entre la dette financière nette en date du 30/06/2018 et celle en date du 31/12/2018. La différence avec l'Etablissement Présentateur provient de son choix de la méthode APV. Cette dernière implique la détermination de l'économie d'impôts résultant de l'endettement mis en place dans le cadre du refinancement alors que nous intégrons cet effet via l'application du CMPC en tant que taux d'actualisation.

V.4 Méthode des multiples boursiers

L'Etablissement Présentateur a retenu comme nous l'approche par les multiples boursiers uniquement à titre indicatif.

Nous avons fait le choix de présenter le panel des entreprises que nous n'avons pas retenu à titre indicatif. Nous avons en commun avec l'Etablissement Présentateur les entreprises suivantes dans le panel retenu :

- Neopost ;
- Cegedim ;
- Infotel.

Ces différences avec l'Etablissement Présentateur sont le reflet de la difficulté d'identifier des entreprises cotées en bourse comparables à la Société compte tenu des spécificités de son modèle économique (notamment au regard de la stratégie, du positionnement et de la présence géographique).

V.5 Méthode des multiples transactionnels

L'Etablissement Présentateur n'a pas retenu l'approche par les multiples transactionnels. A la suite des diligences attachées à cette approche, nous n'avons pas retenu cette méthode comme détaillé en section IV.2.

Nous avons fait le choix de présenter le panel des entreprises que nous n'avons pas retenu à titre indicatif. Le manque de pertinence de comparaison des agrégats financiers et modèle économique des entreprises du panel avec la Société ne nous permet pas de retenir cette approche.

Les différences de panel avec l'Etablissement Présentateur sont le reflet de la difficulté d'identifier des opérations d'acquisition et cession comparables avec la Société.

Dans la mesure où nous n'avons pas retenu l'approche par les multiples transactionnels, nous ne présentons pas les résultats dans la synthèse de valorisation dans une optique de clarté de présentation des résultats et éviter ainsi toute ambiguïté.

VI. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous présentons ci-après les résultats de valorisation attribuables à la valeur unitaire des actions, synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation multicritère :

Figure 25 : Synthèse des valorisations

Valeur d'une action (€)	Min	Max
Spot (cours de clôture)		125,0
Moyenne pondérée 1 mois*		114,7
Moyenne pondérée 3 mois*		124,9
Moyenne pondérée 6 mois*		142,9
Moyenne pondérée 12 mois*		158,9
+ haut 12 mois**		195,0
+ bas 12 mois**		109,5
DCF	152,4	164,1

Source : NG Finance

* moyenne pondérée des cours de bourse par les volumes sur une base journalière

** minimum et maximum journalier sur les 12 mois précédant la date de référence

Le Prix d'Offre de 160,0 € par action est compris dans le haut de la fourchette de valeurs résultant de notre analyse, il est notamment encadré par les résultats des méthodes DCF. Le bas de la fourchette fait ressortir une prime de +5,0% tandis que le haut de la fourchette fait apparaître une décote de -2,5%.

Le cours de bourse de référence, soit la moyenne pondérée 1 mois à Date d'Evaluation, est de 114,7 € par action. En tenant compte de ce cours, la prime accordée aux porteurs d'actions compte tenu du Prix d'Offre ressort à 39,5%. En considérant un cours spot de 125,0 €, la prime s'élève à 28,0%.

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres ont été traités en partie IV.4.9., en fonction des informations disponibles à la Société à la Date d'Evaluation et d'hypothèses prudentes.

Nous avons analysé les opérations connexes susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du Prix d'Offre au sens de l'article 261-1 I. 4° du règlement général de l'AMF : l'opération de Sale & Leaseback, le refinancement, les versements de dividendes et le remboursement du prêt d'actionnaire. Nous n'avons pas relevé, dans ces accords connexes, de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires de Tessi apportant leurs titres à l'Offre. Ces opérations sont équitables du point de vue des actionnaires minoritaires de Tessi et n'avantagent pas certains actionnaires au détriment d'autres.

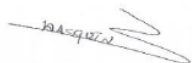
Sur la base de nos échanges avec la Société et les parties prenantes à l'opération et à la suite de l'analyse des informations et documents reçus, nous confirmons que nous n'avons pas connaissance d'accords ou opérations connexes à la présente Offre, autres que ceux présentés au sein de ce rapport, qui puissent représenter un avantage pour certaines parties ou affecter notre appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

Au vu de l'ensemble de ces éléments et de nos travaux d'évaluation, nous considérons que le Prix d'Offre de 160,0 € est raisonnable et équitable pour les porteurs de titres de la Société au regard des risques supportés par les détenteurs de ces instruments.

Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, les caractéristiques de l'Opération envisagée sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 23 janvier 2019.

Pour NG Finance,
Jacques-Henri Hacquin, Associé.

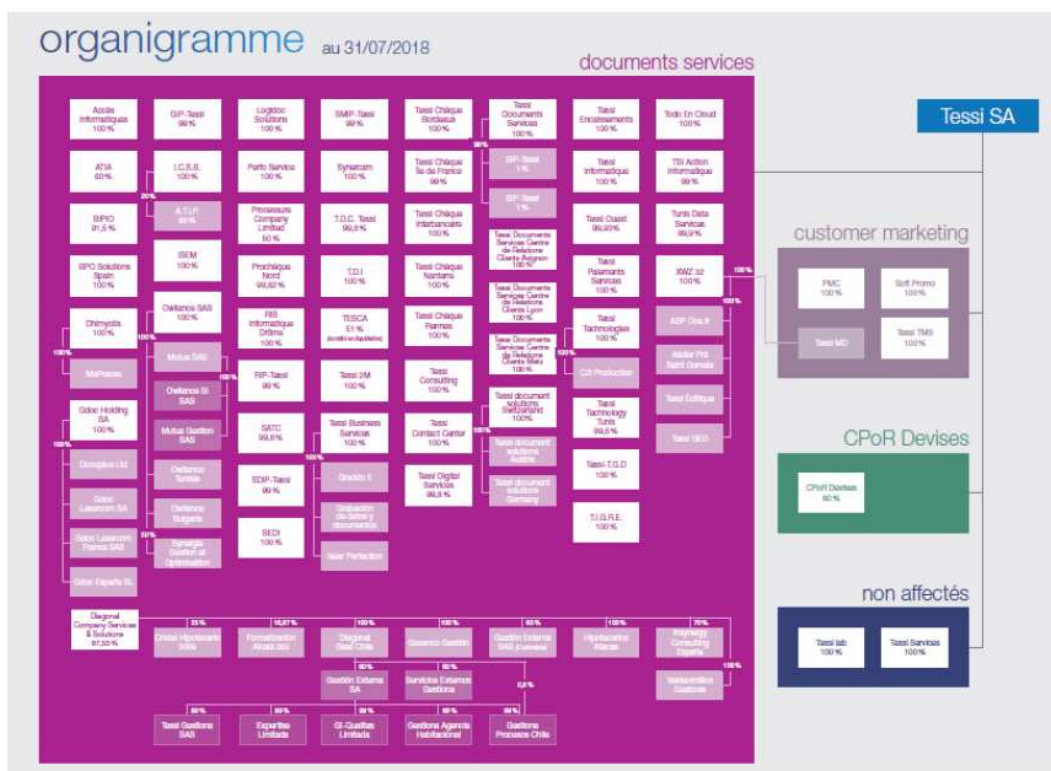


VII. ANNEXES AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Annexe 1 : Table des Figures

Figure 1 : Organigramme simplifié de la Société au 31/12/2018	9
Figure 2 : Répartition du chiffre d'affaires (2014-2017 proforma)	13
Figure 3 : Evolution des agrégats financiers (2014-2017 proforma)	13
Figure 4 : Compte de résultat de Tessi SA (2015-2018 S1)	14
Figure 5 : Evolution des agrégats financiers (2014-2017)	15
Figure 6 : Bilan de Tessi SA (2015-2018 S1)	16
Figure 7 : Evolution historique du titre Tessi (01/06/16-07/01/19)	17
Figure 8 : Etude du cours de bourse	22
Figure 9 : Variations du titre Tessi	22
Figure 10 : Ventilation des cours de bourse des douze derniers mois	23
Figure 11 : Beta de la Société	24
Figure 12 : CMPC France de la Société	25
Figure 13 : CMPC région Ibérique de la Société	26
Figure 14 : CMPC de la Société retenu	26
Figure 15 : Valeur des fonds propres par les DCF	29
Figure 16 : Sensibilité de la valeur des capitaux propres (M€)	30
Figure 17 : Sensibilité de la valeur d'une action (€)	30
Figure 18 : Agrégats financiers prospectifs (2018-2020)	32
Figure 19 : Panel de transactions comparables	33
Figure 20 : Actif Net Comptable au 30/06/2018	34
Figure 21 : Synthèse de valorisation des titres (M€)	36
Figure 22 : Synthèse de valorisation des titres, valeur par action (€)	36
Figure 23 : Comparatif des travaux de Oddo et de NG Finance	36
Figure 24 : Ecart entre les retraitements de l'Etablissement Présentateur et de l'Expert indépendant	37
Figure 25 : Synthèse des valorisations	40

Annexe 2 : Organigramme de la Société au 31/07/2018*



*La cession de CPoR Devises est effective au 31/12/2018.

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

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

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Madame Claire FISTAROL, Présidente du Directoire

Monsieur Olivier JOLLAND, Membre du Directoire et Directeur Général