

## NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



### EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ ARTEFACT

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

BIDSKY

PRÉSENTÉE PAR



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), l'AMF a apposé le visa n°21-481 en date du 9 novembre 2021 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Artefact et engage la responsabilité de ses signataires.

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

#### AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

Dans le cas où, à la clôture de la présente offre, le nombre d'actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société (à l'exception, d'une part, des actions auto-détenues par Artefact et, d'autre part, des actions gratuites faisant l'objet de mécanismes de liquidité), BidSky a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'offre, conformément aux articles L.433-4, II du Code monétaire et financier et aux articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'offre (autres que les actions auto-détenues par Artefact et les actions gratuites faisant l'objet de mécanismes de liquidité) moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre par Action de la Société, nette de tous frais.

La Note en Réponse est disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) ainsi que sur le site internet de la société Artefact ([www.artefact.com](http://www.artefact.com)) et peut également être obtenue sans frais au siège social d'Artefact situé 19, rue Richer 75009 Paris.

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

Un communiqué de presse sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

## SOMMAIRE

<b>1.</b>	<b>RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....</b>	<b>5</b>
<b>1.1</b>	<b>Présentation de l'Offre .....</b>	<b>5</b>
<b>1.2</b>	<b>Contexte et motifs de l'Offre.....</b>	<b>7</b>
1.2.1	Contexte de l'Offre .....	7
1.2.2	Motifs de l'Offre .....	14
<b>1.3</b>	<b>Principales caractéristiques de l'Offre.....</b>	<b>15</b>
1.3.1	Principaux termes de l'Offre.....	15
1.3.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre .....	15
1.3.3	Situation des titulaires d'actions de préférence dites « ADP 2 » .....	16
1.3.4	Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement .....	18
1.3.5	Autorisations réglementaires.....	19
1.3.6	Retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.....	19
<b>1.4</b>	<b>Procédure d'apport à l'Offre .....</b>	<b>20</b>
<b>1.5</b>	<b>Modalités de l'Offre .....</b>	<b>21</b>
<b>1.6</b>	<b>Calendrier indicatif de l'Offre .....</b>	<b>21</b>
<b>1.7</b>	<b>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger .....</b>	<b>22</b>
<b>2.</b>	<b>AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION .....</b>	<b>24</b>
<b>3.</b>	<b>INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....</b>	<b>33</b>
<b>4.</b>	<b>INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES .....</b>	<b>33</b>
<b>5.</b>	<b>AVIS DU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL.....</b>	<b>33</b>
<b>6.</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT .....</b>	<b>34</b>
<b>7.</b>	<b>ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE .....</b>	<b>36</b>
7.1	Promesse d'Achat et Contrat d'Acquisition .....	36
7.2	Réinvestissement des Fondateurs et des autres dirigeants et managers .....	36
7.3	Pacte d'actionnaires.....	38
7.4	Mécanismes de liquidité.....	40
7.5	Autres accords dont la Société a connaissance .....	41
<b>8.</b>	<b>ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....</b>	<b>41</b>
8.1	Structure et répartition du capital de la Société.....	41
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions .	42

<b>8.3</b>	<b>Les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.....</b>	<b>42</b>
<b>8.4</b>	<b>Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société .....</b>	<b>43</b>
<b>8.5</b>	<b>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....</b>	<b>43</b>
<b>8.6</b>	<b>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....</b>	<b>43</b>
<b>8.7</b>	<b>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote .....</b>	<b>43</b>
<b>8.8</b>	<b>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....</b>	<b>44</b>
<b>8.8.1</b>	<b>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration .....</b>	<b>44</b>
<b>8.8.2</b>	<b>Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....</b>	<b>45</b>
<b>8.9</b>	<b>Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....</b>	<b>45</b>
<b>8.10</b>	<b>Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société .....</b>	<b>48</b>
<b>8.11</b>	<b>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....</b>	<b>48</b>
<b>9.</b>	<b>INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ .....</b>	<b>48</b>
<b>10.</b>	<b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....</b>	<b>48</b>

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

### 1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 233-1, 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, la société BidSky, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 19, rue Richer 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 899 777 817 (« **BidSky** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires d'Artefact S.A., société anonyme de droit français au capital de 3.419.203,30 euros divisé en 34.192.033 actions, dont 34.150.225 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,10 euro chacune (les « **Actions** ») et 41.808 actions de préférence dites « **ADP 2** » d'une valeur nominale de 0,10 euro chacune (les « **ADP 2** »), dont le siège social est situé 19, rue Richer 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 418 267 704 (« **Artefact** » ou la « **Société** »), et dont les Actions sont admises aux négociations sur le marché d'Euronext Growth d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000079683, mnémonique ALATF, d'acquérir en numéraire dans les conditions décrites dans la note d'information (la « **Note d'Information** ») la totalité de leurs Actions dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), au prix de 7,80 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 29 septembre 2021 (la « **Date de Réalisation** »), ainsi que le 4 octobre 2021, conformément au Contrat d'Acquisition tel que ce terme est défini à la section 7.1 de la Note en Réponse, par voie de cessions et d'apports, auprès des principaux actionnaires de la Société, dont Monsieur François de la Villardière, Président du Conseil d'administration, les co-fondateurs et co-dirigeants de la Société, Messieurs Vincent Luciani, et Guillaume de Roquemaurel (les « **Fondateurs** »), ainsi que certains actionnaires de référence, dont le Fonds Nobel, Financière Arbevel, Truffle Capital et Otus Capital Management, ainsi que plusieurs managers et actionnaires minoritaires (ensemble avec les Fondateurs, les « **Vendeurs** »), respectivement de :

- 17.219.729 Actions représentant 50,36% du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 34.192.033 actions représentant autant de droits de vote théoriques en application de l'article 223-11, I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, pour un prix de 7,80 euros par Action, et de 20.000 bons de souscription d'actions représentant l'intégralité des bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** »)<sup>1</sup>, pour un prix de 1.190 euros par BSA reflétant par transparence un prix de 7,80 euros par Action ; et
- 629.766 Actions supplémentaires, représentant 1,84% du capital et des droits de vote de la Société, pour un prix de 7,80 euros par Action,

(ensemble, l'« **Acquisition du Bloc** »).

Au résultat de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur détenait directement, au jour du dépôt du projet d'Offre, 17.849.495 Actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit

---

<sup>1</sup> Les BSA acquis par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc ne sont pas admis aux négociations sur Euronext Growth et ne peuvent être exercés, selon leurs termes et conditions, que si une personne se trouve dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique portant sur les titres de la Société et, lorsque cette condition est réalisée, à compter de la date d'ouverture de l'offre publique portant sur les titres de la Société et jusqu'à la date de clôture de ladite offre.

52,20% du capital et des droits de vote théoriques<sup>2</sup> de la Société et, par assimilation, 18.533.828 Actions de la Société représentant autant de droits de vote théoriques, soit 54,20% du capital et des droits de vote de la Société<sup>3</sup>.

L'Initiateur s'était réservé la faculté, à compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Actions, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF. A ce titre, l'Initiateur a acquis sur le marché, au prix de l'Offre, 3.378.332 Actions représentant, à la date de la Note en Réponse, 9,88% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 21.227.827 Actions représentant 62,08% du capital et des droits de vote théoriques de la Société et, par assimilation, 21.912.160 Actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 64,09% du capital et des droits de vote théoriques de la Société<sup>4</sup>.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises à cette date, à l'exclusion de :

- (i) 21.227.827 Actions détenues directement et indirectement par l'Initiateur ;
- (ii) 91.554 Actions auto-détenues par la Société, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I, 2° du Code de commerce ; et
- (iii) 684.333 Actions attribuées gratuitement, qualifiées d'Actions Gratuites Indisponibles (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.4 de la Note en Réponse), faisant l'objet des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4(b) de la Note en Réponse et donc assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I, 4° du Code de commerce,

soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum de 12.146.511 Actions visées par l'Offre et autant de droits de vote, représentant environ 35,52% du capital et des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, l'Offre ne vise ni les 41.808 ADP 2 incessibles jusqu'à leur conversion en actions ordinaires et dont la situation des porteurs est décrite à la Section 1.3.3 de la Note en Réponse, ni les 2.578.833 Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.4 de la Note en Réponse) compte tenu de ce que leurs périodes d'acquisition n'auront pas expiré et qu'elles ne seront pas émises avant la clôture de l'Offre.

Il est précisé que les ADP 2 et les Actions Gratuites en Cours d'Acquisition font l'objet, au même titre que les Actions Gratuites Indisponibles, des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4 de la Note en Réponse.

---

<sup>2</sup> Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF.

<sup>3</sup> Détention par assimilation, au titre des dispositions de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce, portant sur 684.333 Actions de la Société faisant l'objet de promesses d'achat et de vente croisées conclues avec les actionnaires de la Société bénéficiaires d'Actions attribuées gratuitement, qualifiées d'Actions Gratuites Indisponibles (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.4 de la Note en Réponse).

<sup>4</sup> Détention par assimilation, au titre des seules dispositions de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce, portant sur 684.333 Actions de la Société susmentionnées.

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

Conformément aux dispositions de l'article L.433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire compte tenu du franchissement du seuil de 50% du capital social et des droits de vote de la Société par l'Initiateur à la Date de Réalisation. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée d'au moins dix-sept (17) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, Société Générale, agissant en qualité de banque présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (ci-après « **Société Générale** » ou l'« **Établissement Présentateur** »), a déposé le projet d'Offre et le projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 12 octobre 2021. L'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

## 1.2 Contexte et motifs de l'Offre

### 1.2.1 Contexte de l'Offre

#### (a) Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée pour les besoins de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre.

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur est détenu à 100% par la société TopSky, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 19, rue Richer 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 899 404 925 (« **TopSky** »), dont la majorité du capital et des droits de vote est détenue par Ardian Expansion Fund V S.L.P., société de libre partenariat, dont le siège social est situé 20, place Vendôme, 75001 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 879 125 235 (ci-après, « **Ardian Expansion** » ou l'« **Investisseur** »), représentée par sa société de gestion Ardian France S.A., immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 403 201 882, tandis que le solde du capital de TopSky est détenu, d'une part, par Sino-French (Midcap) Fund II S.L.P., représentée par sa société de gestion Cathay Capital Private Equity SAS (ci-après, le « **Co-Investisseur Financier** ») et, d'autre part, par les Fondateurs, dirigeants et managers de la Société qui ont réinvesti une partie de leurs Actions et de leurs BSA dans le cadre de l'Acquisition du Bloc selon les termes du Contrat d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.1(b) de la Note en Réponse).

Conformément à l'article 231-38 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'un document spécifique qui sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Il est précisé que la répartition du capital social de TopSky, actionnaire à 100% de l'Initiateur, est la suivante à la date de la Note en Réponse :

Actionnariat de TopSky	Nombre d'actions	Nombre d'ADP 1 <sup>5</sup>	Pourcentage du capital et des droits de vote
Monsieur Vincent Luciani	9.637.932	1.440.149	9,0%
Monsieur Guillaume de Roquemaurel	3.459.170	2.453.940	4,8%
SkyMan 1 S.A.S. <sup>6</sup>	13.523.791	-	11,0%
Ardian Expansion Fund V S.L.P.	18.067.678	55.080.515	59,4%
Sino-French (Midcap) Fund II S.L.P.	4.806.561	14.653.203	15,8%
<b>Total</b>	<b>49.495.132</b>	<b>73.627.807</b>	<b>100%</b>

Les modalités de gouvernance de l'Initiateur et de TopSky sont décrites à la Section 7.3(a) de la Note en Réponse.

(b) Processus de cession compétitif et Acquisition du Bloc

L'Offre est l'aboutissement d'un processus de cession compétitif initié par la Société, en lien avec les Fondateurs, sur la participation détenue par les Vendeurs dans la Société, ayant abouti à un accord avec Ardian Expansion pour un prix de cession de 7,80 euros par Action.

Dans le cadre du processus de cession compétitif, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « *data room* » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de *data room* figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (Position - Recommandation DOC-2016-08).

Ce processus de cession compétitif s'est conclu par la réalisation de l'Acquisition du Bloc par l'Initiateur, conformément aux termes d'une promesse irrévocable d'achat signée le 25 juillet 2021 (*put option agreement*) (la « **Promesse d'Achat** »).

Lors de sa réunion du 25 juillet 2021, le Conseil d'administration de la Société a accueilli favorablement le principe de l'opération annoncée, sans préjudice de l'examen ultérieur de la documentation relative à l'Offre lorsque celle-ci serait rendue publique et de l'avis motivé qu'il a rendu sur l'Offre le 10 octobre 2021.

Lors de cette même séance du 25 juillet 2021, le Conseil d'administration de la Société a, sur recommandation d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet, décidé de désigner, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4°, et II du règlement général de l'AMF, la société Accuracy, représentée par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire et présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité.

<sup>5</sup> Les actions de préférence de type 1 émises par TopSky en rémunération de l'investissement des Fondateurs, autres dirigeants et managers sont décrites à la Section 7.2 de la Note en Réponse relative au réinvestissement des Fondateurs et des autres dirigeants et managers.

<sup>6</sup> SkyMan 1 est une société par actions simplifiée de droit français, constituée pour les besoins du réinvestissement des dirigeants et managers dans TopSky.

La signature de la Promesse d'Achat a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 26 juillet 2021, annonçant l'entrée en négociations exclusives des Vendeurs en vue de l'Acquisition du Bloc par Ardian Expansion au prix de 7,80 euros par Action, cette acquisition devant être suivie d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire conformément à la réglementation applicable. L'AMF a publié le même jour un avis annonçant le début d'une période de pré-offre. Il convient de noter qu'il s'agit d'une participation majoritaire intégrant par conséquent une prime de prise de contrôle. La conclusion du contrat d'acquisition relatif à l'Acquisition du Bloc était alors subordonnée à l'achèvement des procédures d'information et de consultation du comité social et économique de la Société.

Le 20 septembre 2021, la Société a annoncé par voie de communiqué de presse que le comité social et économique avait rendu à l'unanimité un avis favorable, le 7 septembre 2021, sur le projet de prise de contrôle de la Société par l'Initiateur. A cette occasion, la Société et l'Initiateur ont annoncé la signature le 17 septembre 2021 d'un contrat d'acquisition des titres relatif à l'Acquisition du Bloc par l'Initiateur (le « **Contrat d'Acquisition** »). Les autorisations réglementaires au titre du contrôle des concentrations en Allemagne et en Autriche ont été obtenues, préalablement à la signature du Contrat d'Acquisition, respectivement les 27 août et 10 septembre 2021, comme exposé à la Section 1.3.5 de la Note en Réponse.

A la Date de Réalisation, les opérations suivantes ont été réalisées :

- la cession par les Vendeurs à l'Initiateur de (i) 16.688.222 Actions représentant 48,81% du capital et des droits de vote de la Société, et (ii) 2.883 BSA ;
- l'apport à TopSky par les Vendeurs, directement et indirectement, de (i) 531.507 Actions représentant 1,55% du capital et des droits de vote de la Société rémunéré en titres TopSky selon une parité calculée sur la base d'un prix par Action égal au Prix de l'Offre, et (ii) 17.117 BSA, rémunéré en titres TopSky selon une parité calculée sur la base d'un prix par BSA reflétant par transparence un prix par Action égal au Prix de l'Offre, suivi du ré-apport par TopSky à l'Initiateur des Actions et BSA ainsi reçus,

pour un montant de 158.113.886,20 euros, laquelle a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société disponible son site internet (<https://www.artefact.com>).

Par ailleurs, en vertu du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur a procédé, le 4 octobre 2021, à la réalisation de l'acquisition de 629.766 Actions auprès de certains Vendeurs, représentant 1,84% du capital et des droits de vote de la Société, pour porter sa participation à environ 52,20% du capital et des droits de vote de la Société.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Acquisition du Bloc, franchi le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions des articles L.433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

(c) Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

A la connaissance de la Société et à la date la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 3.419.203,30 euros, divisé en 34.192.033 actions d'une valeur nominale de 0,10 euro chacune (dont 34.150.225 Actions et 41.808 ADP 2).

➤ **Répartition du capital social et des droits de vote de la Société préalablement à l'Acquisition du Bloc**

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société préalablement à l'Acquisition du Bloc (sur la base d'un nombre total de 34.192.033 actions représentant un nombre total de 34.192.033 droits de vote théoriques<sup>7</sup> au 31 mai 2021) :

Actionnariat	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage
Fondateurs et dirigeants	7.524.233	7.524.233	22,00%
Fonds Nobel	5.640.804	5.640.804	16,50%
<i>Friends &amp; Family</i> des Fondateurs	3.647.390	3.647.390	10,67%
Financière Arbevel	1.770.000	1.770.000	5,18%
Otus Capital Management Limited	1.270.235	1.270.235	3,71%
Truffle Capital	1.177.535	1.177.535	3,44%
Autres dirigeants	779.604	779.604	2,28%
Actions auto-détenues	91.554	91.554	0,27%
Flottant	12.290.678	12.290.678	35,95%
<b>Total</b>	<b>34.192.033</b>	<b>34.192.033</b>	<b>100%</b>

L'Initiateur ne détenait aucune Action, directement ou indirectement, seul ou de concert, préalablement à l'Acquisition du Bloc.

➤ **Répartition du capital social et des droits de vote de la Société postérieurement à l'Acquisition du Bloc**

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition du Bloc (sur la base d'un nombre total de 34.192.033 actions représentant un nombre total de 34.192.033 droits de vote théoriques<sup>7</sup> au 30 septembre 2021) :

<sup>7</sup> Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF.

Actionnariat	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage
BidSky	17.849.495	17.849.495	52,20%
<i>Friends &amp; Family</i> des Fondateurs	2.492.573	2.492.573	7,29%
Autres dirigeants	779.604	779.604	2,28%
Actions auto-détenues	91.554	91.554	0,27%
Flottant	12.978.807	12.978.807	37,96%
<b>Total</b>	<b>34.192.033</b>	<b>34.192.033</b>	<b>100%</b>

➤ **Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date de la Note en Réponse**

Après l'avis de dépôt du projet d'Offre publié le 12 octobre 2021 par l'AMF sous le numéro 221C2688, l'Initiateur a acquis entre le 13 octobre et le 4 novembre 2021, un total de 3.378.332 Actions représentant 9,88% du capital et des droits de vote théoriques de la Société au prix par Action de 7,80 euros, conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF.

A la suite de ces acquisitions, à la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient ainsi 21.227.827 Actions représentant 62,08% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la Note en Réponse (sur la base d'un nombre total de 34.192.033 actions représentant un nombre total de 34.192.033 droits de vote théoriques<sup>7</sup> au 30 septembre 2021) :

Actionnariat	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage
BidSky	21.227.827	21.227.827	62,08%
<i>Friends &amp; Family</i> des Fondateurs	1.937.373	1.937.373	5,67%
Autres dirigeants	767.008	767.008	2,24%
Actions auto-détenues	91.554	91.554	0,27%
Flottant	10.168.271	10.168.271	29,74%
<b>Total</b>	<b>34.192.033</b>	<b>34.192.033</b>	<b>100%</b>

➤ **Incidence de l'exercice des BSA détenus par l'Initiateur en cours d'Offre**

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur a acquis auprès d'une partie des Vendeurs l'intégralité des BSA émis par la Société. Les BSA ne sont pas admis aux négociations sur Euronext Growth et ne peuvent être exercés, selon leurs termes et conditions, que si une personne se trouve dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique portant sur les titres de la Société et, lorsque cette condition est réalisée, à compter de la date d'ouverture de l'offre publique portant sur les titres de la Société et jusqu'à la date de clôture de ladite offre (la « **Période d'Exercice** »). A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur n'a par conséquent exercé aucun BSA. A l'occasion de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité d'exercer à tout moment pendant la Période d'Exercice tout ou partie des BSA, notamment pour permettre la mise en œuvre du retrait obligatoire.

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société dans l'hypothèse où l'Initiateur exercerait 100% des BSA acquis dans le cadre de l'Acquisition du Bloc (sur la base d'un nombre total de 34.192.033 actions représentant un nombre total de 34.192.033 droits de vote théoriques<sup>7</sup> au 30 septembre 2021, avant exercice des 20.000 BSA<sup>8</sup>) :

Actionnariat	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage
BidSky	24.727.827	24.727.827	65,61%
<i>Friends &amp; Family</i> des Fondateurs	1.937.373	1.937.373	5,14%
Autres dirigeants	767.008	767.008	2,03%
Actions auto-détenues	91.554	91.554	0,24%
Flottant	10.168.271	10.168.271	26,98%
<b>Total</b>	<b>37.692.033</b>	<b>37.692.033</b>	<b>100%</b>

(d) Gouvernance de la Société

En vue de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 27 septembre 2021 pour prendre les décisions suivantes afin de tenir compte de l'évolution de l'actionnariat de la Société :

- la constatation de la démission de :
  - Fonds Nobel, représenté par son représentant permanent, Monsieur Philippe de Verdalle, de son mandat d'administrateur de la Société, sous condition et à effet de la réalisation de l'Acquisition du Bloc ;
  - Monsieur Olivier Duha, Madame Marguerite de Tavernost et Monsieur François de la Villardière de leurs mandats d'administrateurs de la Société, avec effet à la date de l'ouverture de l'Offre ;
- la nomination par cooptation, sous réserve de la ratification desdites cooptations par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société conformément aux articles L.225-24, 5<sup>ème</sup> alinéa du Code de commerce et 15-4 des statuts de la Société, de :
  - la société Ardian France S.A., représentée par son représentant permanent, Madame Marie Arnaud-Battandier, en remplacement de Fonds Nobel, démissionnaire ; et
  - Monsieur Stéphane Torra et Monsieur Thomas Grété, en remplacement respectivement de Madame Marguerite de Tavernost et de Monsieur Olivier Duha, démissionnaires, Monsieur François de la Villardière n'étant pas remplacé.

A la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé de six membres comme suit :

<sup>8</sup> L'exercice d'un BSA donne droit à 175 actions ordinaires nouvelles émises conformément aux termes et conditions des BSA.

- Monsieur François de la Villardière, Président du Conseil d’administration ;
- Monsieur Guillaume de Roquemaurel, Directeur général de la Société ;
- Ardian France S.A., représentée par son représentant permanent, Madame Marie Arnaud-Battandier ;
- Monsieur Vincent Luciani ;
- Monsieur Olivier Duha ; et
- Madame Marguerite de Tavernost.

Il est en outre précisé que les administrateurs se sont accordés à l’unanimité lors de la réunion du 25 juillet 2021 pour qualifier Madame Marguerite de Tavernost et Monsieur Olivier Duha d’indépendants au sens du Code de gouvernement d’entreprise Middlenext, de les nommer ainsi que le Président du Conseil d’administration au comité *ad hoc*, et de donner aux membres de ce comité *ad hoc* tous pouvoirs pour effectuer leur mission de sélection et de suivi des travaux de l’expert indépendant dans le cadre de l’Offre conformément aux dispositions de l’article 261-1, III du règlement général de l’AMF et à la recommandation n° 2006-15 sur l’expertise indépendante dans le cadre d’opérations financières.

Enfin, il est envisagé que Monsieur Vincent Luciani soit nommé directeur général de la Société en 2022, en remplacement de Monsieur Guillaume de Roquemaurel.

(e) Déclarations de franchissement de seuils et d’intentions

L’Offre fait ainsi suite, conformément aux dispositions des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l’AMF, au franchissement à la hausse par l’Initiateur du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 29 septembre 2021, de l’Acquisition du Bloc auprès des Vendeurs.

Conformément aux dispositions de l’article L.233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du règlement général de l’AMF, l’Initiateur a déclaré, à la suite de l’Acquisition du Bloc :

- à la Société, avoir franchi à la hausse les seuils statutaires de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45% et 50% du capital et des droits de vote de la Société, par lettre recommandée en date du 4 octobre 2021, conformément à l’article 12 des statuts de la Société ; et
- à l’AMF, avoir franchi à la hausse les seuils légaux de 50% du capital et des droits de vote de la Société par courrier en date du 1<sup>er</sup> octobre 2021 et, a ainsi déclaré, conformément aux articles L.433-3, II du Code monétaire et financier et 234-2 et 235-2 du règlement général de l’AMF, qu’il mettra en œuvre une offre publique d’achat simplifiée visant les Actions de la Société. Cette déclaration a fait l’objet d’un avis publié par l’AMF sous le numéro 221C2579 le 1<sup>er</sup> octobre 2021.

Les intentions de l’Initiateur pour les douze prochains mois figurent à la Section 1.2 de la Note d’Information.

Par ailleurs, conformément à l’article 12 des statuts de la Société, les actionnaires suivants ont déclaré à la Société avoir franchi à la baisse :

- les seuils de 5%, 10% et 15% du capital et des droits de vote de la Société, pour le Fonds Nobel, par courrier reçu le 1<sup>er</sup> octobre 2021 ; et
- les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société, pour Guillaume de Roquemaurel, Vincent Luciani et Financière Arbevel, par courriers reçus le 1<sup>er</sup> octobre 2021.

(f) Acquisition d'actions pendant les 12 mois précédant l'Acquisition du Bloc

Avant l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur ne détenait aucune action de la Société et n'a acquis, directement ou indirectement, aucune action de la Société au cours des douze mois précédant l'Acquisition du Bloc.

(g) Expert indépendant

En application de l'article 261-1 I 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et II du règlement général de l'AMF, le 25 juillet 2025, le Conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité, sur proposition du comité *ad hoc* constitué de Madame Marguerite de Tavernost, Monsieur Olivier Duha et Monsieur François de La Villardière, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »).

Le 10 octobre 2021, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration de la Société a considéré que l'Offre était dans l'intérêt de la Société et a émis un avis motivé en ce sens, recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société sont présentés en intégralité dans la Note en Réponse.

(h) Data Room

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « *data room* » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de *data room* figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. Celle-ci ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant l'Acquisition du Bloc.

### 1.2.2 Motifs de l'Offre

L'Offre fait suite à l'acquisition du contrôle de la Société par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc qui elle-même est l'aboutissement d'un processus de cession compétitif initié par la Société, en lien avec les Fondateurs, sur la participation détenue par les Vendeurs dans la Société et qui a conduit à la fixation du Prix de l'Offre, lequel intègre une prime de prise de contrôle dont bénéficient l'ensemble des actionnaires de la Société.

Dans la mesure où l'Initiateur, à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, a franchi les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

## 1.3 Principales caractéristiques de l'Offre

### 1.3.1 Principaux termes de l'Offre

En application des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 12 octobre 2021, le projet d'Offre et le projet de Note d'Information.

L'Établissement Présentateur 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.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1, 2°, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre, pendant une période de dix-sept (17) jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre, étant réalisée selon la procédure simplifiée, ne pourra pas, en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, être ré-ouverte à la suite de la publication de son résultat définitif.

En cas de retrait obligatoire, les Actions (à l'exception, d'une part, des Actions auto-détenues par la Société et, d'autre part, des Actions Gratuites faisant l'objet des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4 de la Note en Réponse) qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées au profit de l'Initiateur moyennant une indemnisation de leurs détenteurs égale au Prix de l'Offre par Action de la Société, nette de tous frais.

### 1.3.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 21.227.827 Actions représentant 62,08% du capital et des droits de vote théoriques<sup>9</sup> de la Société et, par assimilation, 21.912.160 Actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 64,09% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises à cette date, à l'exclusion de :

- (i) 21.227.827 Actions détenues directement et indirectement par l'Initiateur ;
- (ii) 91.554 Actions auto-détenues par la Société, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I, 2° du Code de commerce ; et
- (iii) 684.333 Actions attribuées gratuitement, qualifiées d'Actions Gratuites Indisponibles, faisant l'objet des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4 de la Note en Réponse et donc assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I, 4° du Code de commerce,

---

<sup>9</sup> Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2ème alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF.

soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum de 12.146.511 Actions visées par l'Offre et autant de droits de vote, représentant environ 35,52% du capital et des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, l'Offre ne vise ni les 41.808 ADP 2 incessibles jusqu'à leur conversion en actions ordinaires et dont la situation des porteurs est décrite à la Section 1.3.3 de la Note en Réponse, ni les 2.578.833 Actions Gratuites en Cours d'Acquisition compte tenu de ce que leurs périodes d'acquisition n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre.

Il est précisé que les ADP 2 et les Actions Gratuites en Cours d'Acquisition font l'objet, au même titre que les Actions Gratuites Indisponibles, des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4 de la Note en Réponse.

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

### 1.3.3 Situation des titulaires d'actions de préférence dites « ADP 2 »

En application de l'article 13-2 des statuts de la Société, les ADP 2 bénéficient des mêmes droits que les Actions, ainsi que d'un Droit de Conversion sous Condition défini ci-après.

Sous réserve de la satisfaction de la condition de présence à la date de la demande de conversion, les porteurs d'ADP 2 disposent du droit leur permettant, sur décision des porteurs d'ADP 2 détenant au moins deux-tiers des ADP 2 exprimée dans un acte sous seing privé, chacun des porteurs d'ADP 2 acceptant irrévocablement la loi de la majorité ainsi fixée (la « **Décision Majoritaire** »), d'obtenir la conversion de leurs ADP 2 en actions nouvelles de la Société (le « **Droit de Conversion sous Condition** ») selon les modalités suivantes :

- le Droit de Conversion sous Condition sera exerçable par Décision Majoritaire à compter du 1er juillet 2021 (inclus) et jusqu'au 30 juin 2022 (inclus) (la « **Période de Conversion** ») et se traduira par la conversion des ADP 2 en un nombre d'actions déterminé selon une formule inscrite dans les statuts de la Société ;
- alternativement, la totalité des ADP 2 sera convertie par Décision Majoritaire en cas de réalisation de toute opération (et notamment, acquisition, apport, fusion, etc.) résultant de la détention, directe ou indirecte, par toutes personnes physiques ou morales agissant seules ou de concert au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce, de plus de 50% du capital ou des droits de vote de la Société ou en cas de projet d'offre publique d'acquisition et/ou d'échange visant les titres de la Société (chacune de ces occurrences est ci-après désignée un « **Cas de Sortie** »), en un nombre d'actions déterminé selon une formule spécifique à cette situation inscrite dans les statuts de la Société.

Compte tenu des caractéristiques de ces titres, les porteurs de la totalité des 41.808 ADP 2 émises et en circulation ont exprimé leur souhait, par Décision Majoritaire en date du 4 octobre 2021, de ne pas bénéficier, à l'occasion de l'Offre, d'une liquidité sur les ADP 2 qu'ils détiennent selon la formule de conversion relevant de ce Cas de Sortie<sup>10</sup>. L'ensemble

---

<sup>10</sup> Il est par ailleurs précisé qu'en vertu des stipulations du pacte d'actionnaires signé le 27 juillet 2017, en présence de la Société, par les porteurs d'ADP 2, Monsieur François de la Villardière et le fonds Nobel, les porteurs d'ADP 2 se sont interdits de procéder à toute cession d'ADP 2 jusqu'à leur conversion en Actions. Ces ADP 2 sont donc incessibles jusqu'à l'exercice du Droit de Conversion sous Condition en dehors des Cas de Sortie décidé par la majorité des porteurs d'ADP 2.

des porteurs d'ADP 2 a ainsi, par Décision Majoritaire, renoncé expressément et en tant que de besoin au bénéfice du Droit de Conversion sous Condition découlant de l'Offre. Le Droit de Conversion sous Condition sera donc exercé hors Cas de Sortie pendant la Période de Conversion et selon la parité de conversion calculée lors de la communication au marché en avril 2022 de l'EBITDA de l'exercice clos le 31 décembre 2021 selon les modalités de conversion suivantes :

- chaque ADP 2 dont le porteur n'exercera plus aucune des fonctions de salarié ou de mandataire social de la Société ou de ses filiales à la date de la demande de conversion sera automatiquement convertie en une seule action ordinaire ; et
- chaque ADP 2 dont le porteur exercera des fonctions de salarié ou mandataire social de la Société ou de ses filiales à la date de la demande de conversion sera convertie en actions ordinaires selon un ratio de conversion déterminé par une formule contenue dans les statuts de la Société, dépendant d'un multiple d'EBITDA ( $M_{EBITDA}$ ) qui correspond au quotient d'un EBITDA de référence (celui de l'exercice comptable 2021 clos tel qu'il sera communiqué au marché en avril 2022) par un EBITDA implicite de 4.000.000 euros, et qui est reproduite ci-dessous :

**Si  $M_{EBITDA} < 2$** , une ADP 2 donne droit à une action ordinaire.

**Si  $M_{EBITDA} > \text{ou} = 2$** , le nombre total d'actions ordinaires obtenues en fonction du nombre d'ADP 2 converties est :

$$n = Nadp2conv + \frac{\left[ (Padp2 - 2,49) * \frac{Nadp2conv}{2,49} + Nnb * (Rebitda) \right] * \frac{Nadp2conv}{Nadp2}}{1 - Rebitda^{11} * \frac{Nadp2conv}{41.808}}$$

Où :

- $Nadp2$  = nombre total d'ADP 2 (soit 41.808)
- $Nadp2conv$  = nombre total d'ADP 2 converties
- $Padp2$  = prix de souscription unitaire de chaque ADP 2, soit 13,61 euros.

Cette formule statutaire aboutit à un nombre maximum de 1.646.736 actions ordinaires issues de la conversion des ADP 2 dès lors que l'EBITDA est supérieur à 20.000.000 d'euros. En prenant pour hypothèse l'estimation par la Société de la valeur d'EBITDA 2021, telle que retenue par l'Expert Indépendant dans le cadre de ses travaux d'évaluation, l'application de la formule de conversion inscrite dans les statuts de la Société aboutirait à un nombre maximal, après conversion, de 1.633.646 actions ordinaires via l'émission de 1.604.928 actions ordinaires nouvelles pour les porteurs présents dans la Société à la date de la demande de conversion (ratio de conversion moyen de 56/1) et de 13.090 actions ordinaires sans émission d'action ordinaire nouvelle pour les personnes n'exerçant plus aucune des fonctions précitées à la date de la conversion (ratio de conversion de 1/1).

<sup>11</sup> Si  $M_{Ebitda}$  est supérieur à 2 et inférieur ou égal à 3,625, alors  $R_{Ebitda} = 0,1 - \frac{800.000}{Ebitda\ 2021}$

Si  $M_{Ebitda}$  est supérieur à 3,625, alors  $R_{Ebitda} = 0,25 - \frac{2.975.000}{Ebitda\ 2021}$

Si l'application de ces formules donne un résultat inférieur à 0,1, alors  $R_{Ebitda}$  sera égal à 0,1.

En conséquence, l'Offre ne vise pas les 41.808 ADP 2 non cotées inscrites dans le registre de mouvement de titres de la Société et les comptes de titulaires d'ADP 2 et ayant fait l'objet de la Décision Majoritaire, chacun des porteurs d'ADP 2 acceptant irrévocablement la loi de la majorité ainsi fixée. Les ADP 2 non cotées inscrites dans le registre de mouvement de titres de la Société et les comptes de titulaires d'ADP 2 ne seront, en conséquence, pas cessibles pendant toute la durée de l'Offre.

Les titulaires d'ADP 2 bénéficient des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4(a) de la Note en Réponse.

#### 1.3.4 Situation des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement

A la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'actions gratuites entre 2018 et 2021, dont les périodes d'acquisition et de conservation respectives sont exprimées à la date de la Note en Réponse (les « **Actions Gratuites** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'Actions Gratuites en cours à la date de la Note en Réponse :

	AGA Fondateurs	AGA De la Villardière	AGA 2019-7	AGA 2020-1	AGA 2020-2	AGA 2021-1	AGA 2021-2
<b>Nombre d'actions initialement attribuées</b>	500.000	150.000	42.334	31.000	1.900.000	709.500	40.000
<b>Date d'assemblée générale</b>	20/06/2016	20/06/2016	25/06/2018	25/06/2018	25/06/2020	25/06/2020	25/06/2020
<b>Date d'attribution</b>	27/02/2018	23/04/2018	18/12/2019	27/01/2020	21/07/2020	27/01/2021	01/04/2021
<b>Date d'acquisition</b>	27/02/2020	23/04/2020	18/12/2020 (inclus)	27/01/2021 (inclus)	21/07/2022 (inclus)	27/01/2023 (inclus)	01/04/2023 (inclus)
<b>Nombre d'actions en période d'acquisition</b>	0	0	0	0	<b>1.842.333</b>	<b>696.500</b>	<b>40.000</b>
<b>Date d'expiration de la période de conservation</b>	27/02/2022	23/04/2022	18/12/2021	27/01/2022	N/A	N/A	N/A
<b>Nombre d'Actions en période de conservation</b>	<b>500.000<sup>(1)</sup></b>	<b>150.000<sup>(1)</sup></b>	<b>22.333</b>	<b>12.000</b>	N/A	N/A	N/A
<b>Conditions</b>	N/A	N/A	Présence	Présence	Présence <sup>(2)</sup> / Performance <sup>(3)</sup>	Présence <sup>(2)</sup>	Présence <sup>(2)</sup>

(1) Actions indisponibles dans l'attente de l'expiration d'un délai de détention fiscale.

(2) Condition de présence tenant à la conservation de la qualité de membres du personnel salarié ou de mandataire social de la Société ou d'une société liée, sans interruption, durant toute la période d'acquisition et jusqu'à la date d'acquisition définitive (sauf exceptions tenant à l'invalidité ou au décès du bénéficiaire).

(3) Condition de performance tenant à ce que l'EBITDAr de l'exercice annuel clos au 31 décembre 2020 ou de l'exercice clos au 31 décembre 2021 soit supérieur à six millions d'euros, étant précisé que cette condition est réputée satisfaite si l'EBITDAr a été supérieur à six millions d'euros lors d'au moins l'un de ces deux exercices annuels.

A la date de la Note en Réponse et comme indiqué dans le tableau ci-dessus, un nombre maximum de 2.578.833 actions sont susceptibles d'être émises par la Société et livrées aux bénéficiaires concernés au titre des plans AGA 2020-2, AGA 2021-1 et AGA 2021-2 au terme de leurs périodes d'acquisition respectives et ne pourront en conséquence être apportées à l'Offre (les « **Actions Gratuites en Cours d'Acquisition** »).

Par ailleurs, il est en outre précisé que certaines Actions actuellement détenues par les bénéficiaires des plans d'attribution d'Actions Gratuites sont indisponibles à la date de la Note en Réponse et le demeureront jusqu'à la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »), et correspondent à :

- 34.333 Actions Gratuites Indisponibles au titre des plans 2019-7 et 2020-1 et à raison des dispositions de l'article L.225-197-1, II du Code de commerce en application desquelles le Conseil d'administration de la Société a imposé aux bénéficiaires une obligation de conservation additionnelle (l'« **Obligation de Conservation Juridique** ») ; et
- 650.000 Actions Gratuites Indisponibles dans l'attente de l'expiration d'un délai de détention fiscale, délai prévu au a) du A du 1 ter de l'article 150-0 D du Code général des impôts pour les Actions éligibles au bénéfice des dispositions du 3 de l'article 200 A du CGI, dans sa rédaction issue de l'article 135 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (la « **Période de Détention Fiscale** »).

A la date de la Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et les Actions Gratuites Indisponibles ne pourront pas être apportées à l'Offre, dans la mesure où les périodes d'acquisition, les Obligations de Conservation Juridique et la Période de Détention Fiscale n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre.

Les titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles et les bénéficiaires d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition bénéficient des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4(b) de la Note en Réponse.

#### 1.3.5 Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à aucune autorisation réglementaire, notamment en droit de la concurrence, étant précisé que, préalablement à la signature du Contrat d'Acquisition, l'Acquisition du Bloc a donné lieu :

- le 27 août 2021, à l'autorisation du *Bundeskartellamt*, autorité allemande compétente en matière de contrôle des concentrations, relative à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, les conditions pour une interdiction au titre de la Section 36, paragraphe 1 de la Loi allemande contre les pratiques restrictives de concurrence n'étant pas réunies ; et
- le 10 septembre 2021, à l'autorisation du *Bundeswettbewerbsbehörde*, l'autorité autrichienne compétente en matière de contrôle des concentrations.

#### 1.3.6 Retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

Dans le cas où à l'issue de l'Offre, le nombre d'Actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société (à l'exception, d'une part, des Actions auto-détenues par la Société et, d'autre part, des Actions Gratuites faisant l'objet des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4 de la Note en Réponse), l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L.433-4, II du

Code monétaire et financier et aux articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre (autres que, d'une part, les Actions auto-détenues par la Société et, d'autre part, les Actions Gratuites faisant l'objet des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4 de la Note en Réponse) moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre par Action de la Société, nette de tous frais.

La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité d'accroître sa participation dans la Société. Il pourrait ainsi déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée ou d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur et du rapport de l'Expert Indépendant désigné conformément à la réglementation applicable.

#### **1.4 Procédure d'apport à l'Offre**

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix-sept (17) jours de négociation.

Les Actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion au porteur de leurs Actions dans les meilleurs délais.

L'Offre sera réalisée par achats sur le marché Euronext Growth conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Société Générale (adhérant 4407), prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des Actions à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre.

## 1.5 Modalités de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 12 octobre 2021. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de Note d'Information a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société ([www.artefact.com](http://www.artefact.com)) et peut être obtenu sans frais auprès de Société Générale. En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments de l'Offre sera diffusé par l'Initiateur le même jour.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé auprès de l'AMF le même jour un projet de Note en Réponse comprenant notamment le rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4°, et II du règlement général de l'AMF ainsi que l'avis motivé de son Conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'AMF a publié sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) une déclaration de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité motivée emporte visa de la Note en Réponse.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, la note en réponse ayant reçu le visa de l'AMF, ainsi que le document « *autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables* » de la Société seront disponibles sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) ainsi que sur celui de la Société ([www.artefact.com](http://www.artefact.com)) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents pourront également être obtenus sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié par l'Initiateur.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

## 1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-après :

Dates	Principales étapes de l'Offre
12 octobre 2021	<p><b>Pour l'Initiateur :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du projet de Note d'Information</li> <li>- Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de Note d'Information sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="http://www.artefact.com">www.artefact.com</a>)</li> <li>- Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information</li> </ul> <p><b>Pour la Société :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dépôt auprès de l'AMF du projet de Note en Réponse de la Société</li> <li>- Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de Note en Réponse sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="http://www.artefact.com">www.artefact.com</a>)</li> <li>- Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note en Réponse de la Société</li> </ul>
25 octobre 2021	- Publication des résultats semestriels de la Société
9 novembre 2021	- Décision de conformité de l'Offre de l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et visa de la Note en Réponse de la Société
10 novembre 2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société de la Note d'Information visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur</li> <li>- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société de la Note en Réponse de la Société visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société</li> <li>- Diffusion des communiqués informant de la mise à disposition de la Note d'Information visée par l'AMF, de la Note en Réponse de la Société visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société</li> </ul>
11 novembre 2021	- Ouverture de l'Offre
3 décembre 2021	- Clôture de l'Offre
6 décembre 2021	- Publication de l'avis de résultat par l'AMF
21 décembre 2021	- Mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Growth Paris, si les conditions sont réunies

## 1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains États. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

#### *États-Unis d'Amérique*

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « US persons » (au sens du Regulation S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la Note en Réponse, et aucun autre document relatif à la Note en Réponse ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « US Person », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumis à la Securities and Exchange Commission des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

## 2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 10 octobre 2021, sur convocation de son Président, Monsieur François de la Villardière, à l'effet de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.

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

- la lettre de mission du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** ») ;
- le rapport d'expertise de l'Expert Indépendant en date du 6 octobre 2021 ;
- le projet de Note d'Information de l'Initiateur, contenant les motifs et les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre tels qu'établis par la Société Générale en qualité d'établissement présentateur de l'Offre ;
- le projet de Note en Réponse de la Société dans lequel sera inclus l'avis motivé du Conseil d'administration ;
- le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du projet de Note en Réponse de la Société ; et
- le projet de communiqué de presse préparé en application de l'article 231-17 du règlement général de l'AMF, en versions française et anglaise.

Les membres du Conseil d'administration présents, physiquement ou par visioconférence, étaient les suivants :

- Monsieur François de la Villardière, Président du Conseil d'administration ;
- Monsieur Guillaume de Roquemaurel, Directeur Général ;
- Monsieur Vincent Luciani ;
- Madame Marguerite de Tavernost ; et
- Ardian France S.A., représentée par Madame Marie Arnaud-Battandier.

Monsieur Olivier Duha a donné pouvoirs à Marguerite de Tavernost pour le représenter dans le cadre de la séance du Conseil d'administration du 10 octobre 2021.

Les administrateurs présents ou représentés réunissant plus de la moitié des membres en fonction, le Conseil d'administration de la Société a pu valablement délibérer.

L'avis motivé suivant a été rendu à l'unanimité des membres du Conseil d'administration de la Société, étant précisé que les administrateurs cooptés sur proposition de l'Initiateur ou qui lui sont liés, et les administrateurs qui ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre, ont voté conformément au sens du vote exprimé par les administrateurs indépendants :

*« Le Président de Séance rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration doit rendre son avis motivé sur l'intérêt du projet d'offre publique obligatoire simplifiée déposé par BidSky sur le solde du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société au prix de 7,80 euros par action ordinaire (l'« **Offre** »), prix identique à celui payé par BidSky dans le cadre du contrat d'acquisition de titres et sur ses conséquences pour Artefact (la « **Société** »), ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.*

*Le Président de Séance rappelle que l'Offre fait suite à l'acquisition par BidSky (l'« **Initiateur** »), société par actions simplifiée contrôlée par Ardian Expansion, , auprès des principaux actionnaires de la Société, dont Monsieur François de la Villardière, Président du Conseil d'administration, les co-fondateurs et co-dirigeants de la Société, Messieurs Vincent Luciani, et Guillaume de Roquemaurel, ainsi que certains actionnaires de référence, dont le Fonds Nobel, Financière Arbevel, Truffle Capital et Otus Capital Management, ainsi que plusieurs managers et actionnaires minoritaires (les « **Vendeurs** »), par voie d'acquisition de blocs hors marché :*

- le 29 septembre 2021, de 17.219.729 actions de la Société représentant environ 50,36% du capital et des droits de vote de la Société, pour un prix de 7,80 euros par action de la Société, et de 20.000 bons de souscription d'actions représentant l'intégralité des 20.000 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** »), pour un prix de 1.190 euros par BSA ; et*
- le 4 octobre 2021, de 629.766 actions supplémentaires, représentant 1,84% du capital et des droits de vote de la Société, pour un prix de 7,80 euros par action,*

*(ensemble, l'« **Acquisition du Bloc** », et avec l'Offre, l'« **Opération** »).*

*Le Président de Séance rappelle qu'à l'issue de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur détient 17.849.495 actions de la Société représentant 52,20% du capital et des droits de vote de la Société.*

*Dans le respect des meilleures pratiques de gouvernance s'agissant d'une société cotée, les administrateurs en situation de conflit d'intérêts s'abstiennent en principe de participer aux débats et aux votes des délibérations concernant l'Offre.*

*Le Président de Séance indique toutefois que Monsieur François de la Villardière, Monsieur Guillaume de Roquemaurel, Monsieur Vincent Luciani et Ardian France S.A., représentée par Madame Marie Arnaud-Battandier, administrateur coopté sur proposition de l'Initiateur, ont participé aux débats sur l'Offre uniquement afin d'assurer une parfaite information de Madame Marguerite de Tavernost et Monsieur Olivier Duha (étant précisé que Monsieur Olivier Duha a donné pouvoirs à Madame Marguerite de Tavernost pour le représenter dans le cadre de la présente séance), administrateurs qualifiés d'indépendants aux termes des critères posés par*

*le Code de gouvernement d'entreprise Middledext pour les valeurs moyennes et petites, et Monsieur François de la Villardière, Monsieur Guillaume de Roquemaurel, Monsieur Vincent Luciani et Ardian France S.A., représentée par Madame Marie Arnaud-Battandier, se sont engagés à voter conformément au sens du vote exprimé par les administrateurs indépendants pour toute décision concernant l'Offre.*

*Cette participation des administrateurs en situation de conflit d'intérêts a également permis le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce et les statuts de la Société.*

*Dans le cadre de l'Offre, le Président de Séance rappelle tout d'abord que :*

- *le 25 juillet 2021, les Vendeurs, d'une part, et l'Initiateur, d'autre part, ont conclu une promesse d'achat en vue de l'acquisition par l'Initiateur de :*
  - *17.421.200 actions de la Société représentant environ 52,09% du capital et des droits de vote de la Société pour un prix de 7,80 euros par action de la Société ; et*
  - *l'intégralité des 20.000 BSA pour un prix de 1.190 euros par BSA.*

*La conclusion de la promesse d'achat a été annoncée par voie de communiqué de presse publié par la Société le 26 juillet 2021 ;*

- *le 25 juillet 2021, le Conseil d'administration a désigné, sur recommandation du comité ad hoc constitué à cet effet, composé du Président du Conseil d'administration et des deux administrateurs indépendants, en application de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant, compte tenu des compétences, de l'expérience, de la réputation professionnelle, de la disponibilité et de l'absence de conflit d'intérêts de ce cabinet, à l'issue d'un appel d'offres dans le cadre duquel ont été reçues et examinées les propositions de mission de deux cabinets d'expertise indépendante.*

*Le cabinet Accuracy a confirmé dans sa lettre de mission qu'il était indépendant au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, qu'il disposait bien des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de sa mission.*

*La désignation du cabinet Accuracy a été annoncée par voie de communiqué de presse publié par la Société le 26 juillet 2021 ;*

- *la Société a alors mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son Comité social et économique qui a émis à l'unanimité un avis favorable le 7 septembre 2021 ;*
- *le 17 septembre 2021, à la suite de l'avis favorable du Comité social et économique et de l'exercice par les Vendeurs de la promesse d'achat à cette date, les Vendeurs, d'une part, et l'Initiateur, d'autre part, ont conclu un contrat d'acquisition (le « Contrat d'Acquisition ») portant sur l'acquisition par l'Initiateur de :*
  - *17.849.495 actions de la Société représentant environ 52,20% du capital et des droits de vote de la Société pour un prix de 7,80 euros par action de la Société (certains Vendeurs cédant davantage d'actions par rapport à la promesse d'achat conclue le 25 juillet 2021) ; et*

- l'intégralité des 20.000 BSA pour un prix de 1.190 euros par BSA.

*Le Contrat d'Acquisition stipule des conditions de prix égales à celles de l'Offre, soit un prix de 7,80 euros par action de la Société et ne prévoit pas de complément de prix.*

*La conclusion du Contrat d'Acquisition, et par voie de conséquence, l'intention de dépôt par l'Initiateur, sous réserve de la réalisation de l'acquisition d'une participation majoritaire dans la Société, d'une offre publique d'achat obligatoire simplifiée portant sur le solde du capital de la Société au même prix de 7,80 euros par action, ont été annoncées par voie de communiqué de presse publié par la Société le 20 septembre 2021 ;*

- l'Acquisition du Bloc était soumise à l'obtention d'autorisations par les autorités de concurrence allemande et autrichienne qui ont été obtenues préalablement à la signature du Contrat d'Acquisition ; et
- l'Acquisition du Bloc a été réalisée les 29 septembre et 4 octobre 2021 et annoncée par voie de communiqué de presse publié par la Société le 29 septembre 2021.

*Le Président de Séance rappelle ensuite qu'en application de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, l'Expert Indépendant est chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, de présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité et de se prononcer sur l'appréciation du prix dans le cadre de l'intention de l'Initiateur de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.*

*Concernant le suivi des travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre prévu par la réglementation applicable, le Président de Séance indique que :*

- les membres du comité ad hoc ont organisé plusieurs points les 24 et 30 septembre 2021, en présence notamment du directeur administratif et financier de la Société, avec l'Expert Indépendant afin de (i) s'assurer que l'Expert Indépendant a eu accès à toutes les informations et aux personnes utiles à la réalisation de sa mission, (ii) veiller à ce que l'Expert Indépendant réponde aux éventuelles observations écrites d'actionnaires qui seraient reçues par la Société, et (iii) apprécier les rendus et conclusions de l'Expert Indépendant en vue de la préparation de l'avis motivé du Conseil d'administration ;
- l'Expert Indépendant a eu notamment accès aux éléments financiers et juridiques confidentiels suivants :
  - documentation relative aux ADP 2, BSA et plan d'actions gratuites de la Société ;
  - jeu de prévisions, en stand alone, comprenant une modélisation détaillée du compte de résultat (jusqu'à l'EBITDA) pour la période 2021-2025, élaboré par le management et ayant servi de base à l'élaboration des trajectoires financières indiquées au marché lors de la journée investisseurs du 22 avril 2021 ;
  - jeu de prévisions, en stand alone, comprenant une modélisation détaillée du compte de résultat (jusqu'à l'EBITDA) pour la période 2021-2026, élaboré par le management et son conseil financier en avril 2021, et communiqué aux acquéreurs potentiels dans le cadre du processus de cession du bloc majoritaire ;

- *current trading à fin juin 2021 et prévisions mises à jour pour l'année 2021 ;*
- *rapport de Vendor Due-Diligence financière préparé dans le cadre du processus de cession du bloc majoritaire ;*
- *termes et conditions des ADP 1 de TopSky en date du 17 septembre 2021 ;*
- *fichier de suivi de la composition du capital et instruments dilutifs transmis par la Société en date du 20 septembre 2021 ;*
- *rapport d'évaluation des ADP 1 et des actions ordinaires de TopSky réalisé par Exelmans en date du 24 septembre 2021 ; et*
- *rapport d'évaluation élaboré par la banque présentatrice de l'Initiateur.*
- *l'Expert Indépendant a notamment effectué la liste des travaux suivants :*
  - *analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du bloc de contrôle, de la vie boursière de l'action Artefact sur la période récente et de la liquidité du marché de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;*
  - *revue des différents accords conclus dans le cadre de l'Opération ;*
  - *analyse des modalités de réinvestissement offertes à certains dirigeants et actionnaires de la Société ;*
  - *analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et du jeu de prévisions élaboré par les dirigeants de la Société ;*
  - *prise de connaissance du dernier arrêté comptable au 30 juin 2021 et mise à jour des travaux sur la base de cet arrêté ;*
  - *analyse des synergies éventuelles attendues de l'Opération ;*
  - *examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente et les prix cibles (target prices) des analystes financiers ;*
  - *évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour Discounted Cash Flows) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ; et*
  - *analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la banque présentatrice de l'Initiateur dans le cadre de l'Offre ;*
- *le Conseil d'administration observe que les éléments financiers et juridiques auxquels l'Expert Indépendant a eu accès représentent la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et ne font pas état de différences significatives dans son contenu avec la communication financière de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ; et*

- à l'issue de leurs travaux, les membres du comité ad hoc ont fait le constat de l'absence de réception d'observation d'actionnaires et n'ont pas relevé d'élément de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant, le détail des interactions entre les membres du comité ad hoc et l'Expert Indépendant figurant de manière exhaustive à la section 1.5.2 du rapport de l'Expert Indépendant.

*Le Président de Séance rappelle également les éléments suivants concernant l'Offre :*

- dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence, de l'Acquisition du Bloc, franchi les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3 II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF ;
- à la date du dépôt du projet de note en réponse de la Société, l'Initiateur détient 17.849.495 actions de la Société représentant environ 52,20% du capital et des droits de vote de la Société et l'intégralité des 20.000 BSA ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exception (i) des actions gratuites de la Société non acquises ou soumises à une période de conservation pour lesquelles des promesses d'achat et de vente croisées ont été conclues avec l'Initiateur, (ii) des actions auto-détenues par la Société, (iii) des actions de préférence ADP 2 émises par la Société qui ne sont pas cessibles et pour lesquelles des promesses d'achat et de vente croisées ont été conclues avec l'Initiateur, et (iv) des actions de la Société que l'Initiateur pourrait acquérir entre le dépôt et l'ouverture de l'Offre Publique conformément à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF ;
- l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF ; et
- l'Offre sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des dispositions des articles L.433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

*Le Président de Séance rappelle enfin que dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. Celle-ci ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant l'Acquisition du Bloc.*

*Après avoir pris connaissance des documents relatifs à l'Offre qui lui ont été communiqués dont (i) les termes de l'Offre, (ii) les éléments de valorisation préparés par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, (iii) les accords en relation avec l'Offre, et (iv) le rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration constate que :*

- le prix de l'Offre de 7,80 euros par action de la Société extériorise une prime de 42,34% par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives (23 juillet 2021), de 60,56% par rapport au cours de clôture

*sur la moyenne pondérée par les volumes des trois derniers mois précédant cette annonce, et de 85,95% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des six derniers mois précédant cette annonce ; et*

- *le prix de l’Offre se compare favorablement à l’ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans les éléments d’appréciation du prix de l’Offre préparés par la Société Générale, établissement présentateur de l’Offre, et figurant à la Section 3 du projet de note d’information de l’Initiateur.*

*Le Conseil d’administration note par ailleurs les intentions suivantes de l’Initiateur, telles que décrites à la Section 1.2 du projet de note d’information :*

- *sur la stratégie et politique commerciale et financière, en soutien des co-fondateurs et co-dirigeants, cadres et salariés de la Société, l’Initiateur a l’intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin d’accompagner et de développer ses activités de Data Transformation & Consulting, Data Marketing et Digital Marketing, marquées par des innovations et transformations constantes et des changements rapides ;*
- *sur l’emploi, l’Offre s’inscrit dans une politique de poursuite et du développement des activités de la Société et ne devrait pas avoir d’incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d’effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines ;*
- *sur la gouvernance de la Société, la composition du Conseil d’administration a été modifiée le 27 septembre 2021 pour prendre en compte la nouvelle structure actionnariale de la Société ;*
- *sur la politique de distribution de dividendes, à date, l’Initiateur n’envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société ;*
- *sur le retrait obligatoire, l’Initiateur a l’intention de demander à l’AMF, à l’issue de l’Offre ou dans un délai de trois (3) mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre d’une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l’Offre (à l’exception des actions auto-détenues par la Société et des actions gratuites faisant l’objet d’un mécanisme de liquidité) en contrepartie d’une indemnité égale au prix de l’Offre ;*
- *sur les synergies, dans la mesure où l’Initiateur est une société holding ayant pour objet la prise de participation et la gestion de la Société, l’Initiateur n’anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société, autre que les économies résultant d’un retrait de cote de la Société ; et*
- *sur les perspectives de fusion et d’intégration, à date, l’Initiateur n’envisage pas de procéder à une fusion entre l’Initiateur et la Société.*

*Le Conseil d’administration a également noté les accords conclus entre l’Initiateur, les co-fondateurs et co-dirigeants, et certains cadres et salariés de la Société relatifs à leur réinvestissement dans le groupe tels que décrits à la Section 1.3 du projet de note d’information.*

*Le Conseil d’administration a enfin pris note des conclusions de l’Expert Indépendant :*

- dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire stricto sensu, le prix de 7,80 € par action offert aux actionnaires minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par l'Initiateur, pour l'Acquisition du Bloc ;
- l'Expert Indépendant n'a identifié aucun élément le conduisant à penser que les accords conclus par l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre ;
- dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le prix d'indemnisation de 7,80 € qui serait versé aux actionnaires minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier ;
- au total, s'agissant de l'intérêt, d'un point de vue financier, que l'Offre présente pour les actionnaires minoritaires d'Artefact, ceux qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions à un prix qui intègre pleinement la valeur intrinsèque de la Société. Par ailleurs, les actionnaires d'Artefact qui ne souhaiteraient pas apporter leurs actions à l'Offre, pensant que la prime proposée, pouvant pourtant atteindre 25% par rapport à l'estimation de la valeur intrinsèque, serait trop faible, seraient alors soumis, sauf si les conditions sont remplies pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, aux risques qui pèsent sur le développement futur de l'activité de la Société, que ce soit en termes de croissance de l'activité et de maintien de son niveau de marge, ainsi qu'aux contraintes d'une société contrôlée avec une liquidité du titre Artefact limitée.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration :

- décide à l'unanimité d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre en ce que l'Offre est conforme aux intérêts :
  - de la Société, qui avec l'appui d'Ardian Expansion, disposant d'une expérience significative dans l'accélération du développement des entreprises à l'international, accompagnera la Société dans sa nouvelle phase de croissance. Ardian Expansion soutiendra la Société dans son expansion géographique, avec le renforcement de sa présence en Europe, en Asie Pacifique et aux Etats-Unis, dans le recrutement de talents expérimentés et d'experts data de haut niveau, et dans la réalisation d'acquisitions stratégiques ;
  - des actionnaires de la Société qui pourront bénéficier d'une opportunité de liquidité immédiate et attractive sur l'intégralité de leur participation à un prix par action de la Société égal à celui de 7,80 euros par action de la Société lors de l'Acquisition du Bloc ; et
  - des salariés de la Société compte tenu du fait que l'Offre n'a pas d'incidence négative sur la préservation des effectifs et qu'elle maintient la politique salariale et de ressources humaines de la Société ;
- décide à l'unanimité, en conséquence, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre, étant rappelé que ne sont pas visées par l'Offre et ne seront pas apportées à l'Offre (i) les actions gratuites de la Société non acquises ou soumises à une période de conservation pour lesquelles des promesses d'achat et de vente croisées ont été conclues avec

*l'Initiateur, (ii) les actions auto-détenues par la Société, (iii) les actions de préférence ADP 2 émises par la Société qui ne sont pas cessibles pour lesquelles des promesses d'achat et de vente croisées ont été conclues avec l'Initiateur, et (iv) les actions de la Société que l'Initiateur pourrait acquérir entre le dépôt et l'ouverture de l'Offre Publique conformément à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF ;*

- *approuve à l'unanimité le projet de note en réponse de la Société, le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du projet de note en réponse de la Société, ainsi que le projet de communiqué de presse préparé en application de l'article 231-17 du règlement général de l'AMF ;*
- *donne tous pouvoirs au directeur général de la Société, avec faculté de délégation, à l'effet de (i) finaliser, signer et déposer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document « Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société, (ii) signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre, et (iii) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation applicable).*

*Le Président de Séance précise que l'ensemble de la communication sur le dépôt de la documentation relative à l'Offre figurera sur une page dédiée du site internet de la Société. L'accès à cette page sera limité aux personnes qui (i) résident en France ou dans un autre pays où les lois en vigueur les autorisent à participer à l'Offre et, (ii) ne résident pas dans un pays où la distribution des documents relatifs à l'Offre fait l'objet de restrictions légales et notamment aux Etats-Unis, entendus comme les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.*

*Enfin, le Président de Séance rappelle que les membres du Conseil d'administration détiennent des actions de la Société de la façon suivante :*

- *Monsieur François de la Villardière détient 150.000 actions de la Société ;*
- *Monsieur Guillaume de Roquemaurel détient 250.000 actions de la Société ;*
- *Monsieur Vincent Luciani détient 250.000 actions de la Société ;*
- *Madame Marguerite de Tavernost ne détient pas d'action de la Société ;*
- *Monsieur Olivier Duha détient 10 actions de la Société ; et*
- *Ardian France S.A., représentée par Madame Marie Arnaud-Battandier, ne détient pas d'action de la Société.*

*Monsieur François de la Villardière, Monsieur Guillaume de Roquemaurel et Monsieur Vincent Luciani ont cédé ou apporté le 29 septembre 2021, dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, l'intégralité de leurs actions de la Société à l'Initiateur, à l'exception de respectivement 150.000, 250.000 et 250.000 actions de la Société soumises à une période de conservation, qui ne seront pas apportées à l'Offre, et pour lesquelles des promesses d'achat et de vente croisées ont été conclues avec l'Initiateur.*

*Compte tenu de sa démission de ses fonctions d'administrateur de la Société à effet à la date d'ouverture de l'Offre, Monsieur Olivier Duha a l'intention d'apporter l'intégralité de ses actions à l'Offre.*

*Ardian France S.A., représentée par Madame Marie Arnaud-Battandier, étant appelée à détenir une action de la Société au titre de ses fonctions d'administrateur de la Société, conformément aux obligations statutaires applicables, n'apportera pas cette action à l'Offre. »*

### **3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

A la suite de l'Acquisition du Bloc, les membres du Conseil d'administration détiennent des Actions de la Société dans les proportions suivantes :

- Monsieur François de la Villardière détient 150.000 Actions ;
- Monsieur Guillaume de Roquemaurel détient 250.000 Actions ;
- Monsieur Vincent Luciani détient 250.000 Actions ;
- Madame Marguerite de Tavernost ne détient pas d'Action ;
- Monsieur Olivier Duha détient 10 Actions ; et
- Ardian France S.A., représentée par Madame Marie Arnaud-Battandier, ne détient pas d'Action.

Monsieur François de la Villardière, Monsieur Guillaume de Roquemaurel et Monsieur Vincent Luciani ont cédé ou apporté le 29 septembre 2021, dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, l'intégralité de leurs Actions de la Société à l'Initiateur, à l'exception de respectivement 150.000, 250.000 et 250.000 Actions soumises à une période de conservation, qui ne seront pas apportées à l'Offre, et pour lesquelles des promesses d'achat et de vente croisées ont été conclues avec l'Initiateur.

Compte tenu de sa démission de ses fonctions d'administrateur de la Société à effet à la date d'ouverture de l'Offre, Monsieur Olivier Duha a l'intention d'apporter l'intégralité de ses actions à l'Offre.

Ardian France S.A., représentée par Madame Marie Arnaud-Battandier, étant appelée à détenir une action de la Société au titre de ses fonctions d'administrateur de la Société, conformément aux obligations statutaires applicables, n'apportera pas cette action à l'Offre.

### **4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES**

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 91.554 de ses propres actions qui ne sont pas visées par l'Offre et ne seront donc pas apportées à l'Offre.

### **5. AVIS DU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL**

Immédiatement après la signature de la Promesse d'Achat, la Société a engagé la procédure d'information-consultation du comité social et économique prévue à l'article L.2312-8 du Code du travail, au terme de laquelle le comité social et économique de la Société a rendu, le 7 septembre 2021, à l'unanimité un avis favorable sur le projet de rachat de la Société par l'Initiateur.

Par ailleurs, conformément à l'article L.2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, régie par les articles L.2312-45 à L.2312-51 du Code du travail, n'est pas

applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

Toutefois, en application de l'article L.2312-44 du Code du travail, le comité social et économique de la Société recevra les documents liés à l'Offre dans les trois jours suivants le dépôt de l'Offre.

## 6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société, réuni le 25 juillet 2021, a désigné à l'unanimité le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant.

Les conclusions de ce rapport, qui est intégralement reproduit en annexe de la Note en Réponse, sont les suivantes :

*« Le 17 septembre 2021, la société BidSky (« l'Initiateur »), contrôlée par un consortium d'investisseurs (Ardian Expansion Fund V.SL.P. et Cathay Capital Private Equity), a annoncé avoir signé un contrat d'acquisition (le « Contrat d'Acquisition ») avec les principaux actionnaires d'Artefact (la « Société »), à savoir M. François de la Villardière, Président du Conseil d'administration d'Artefact, les co-fondateurs et co-dirigeants d'Artefact, MM. Vincent Luciani, et Guillaume de Roquemaurel, (les « Fondateurs »), certains actionnaires de référence, dont les fonds d'investissement Fonds Nobel, Financière Arbevel, Truffle Capital et Otus Capital Management, ainsi que plusieurs managers et actionnaires minoritaires (ensemble les « Vendeurs »).*

*Aux termes du Contrat d'Acquisition, BidSky a procédé à l'acquisition du bloc de titres suivant :*

- (i) une participation majoritaire dans Artefact représentant 50,36 % du capital, au prix de 7,80 € par action,*
- (ii) l'intégralité des 20 000 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « BSA »), au prix de 1 190 € par BSA, soit un prix conférant une valeur de 7,80 € aux actions ordinaires résultant de l'exercice d'un BSA.*

*Toujours en vertu du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur a acquis une participation complémentaire, représentant 1,84 % du capital d'Artefact le 4 octobre 2021.*

*Le Contrat d'Acquisition fait suite à la promesse d'achat conclue entre les Vendeurs et BidSky le 25 juillet 2021. Il prévoit des mécanismes de liquidité relatifs aux actions de préférence émises par la Société (« ADP 2 ») et aux actions attribuées gratuitement ne pouvant être cédées ou apportées à l'Offre en raison de contraintes juridiques et/ou fiscales (les « AGA »).*

*Aux termes du Contrat d'Acquisition, les Fondateurs ainsi que certains dirigeants de la Société ont également réinvesti (ou réinvestiront) une fraction du produit de cession de leurs titres Artefact au sein de la société TopSky, associé unique de BidSky.*

*Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans Artefact, l'Initiateur est tenu de déposer un projet d'Offre*

Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée (« l'Offre ») sur le solde du capital de la Société au prix de 7,80 € par action (le « Prix d'Offre »). BidSky a également indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires d'Artefact (les « Actionnaires Minoritaires ») ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote d'Artefact.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'Administration de la Société, sur recommandation d'un comité ad hoc constitué à cet effet et composé majoritairement d'administrateurs indépendants au sens des règles du Code Middlenext, a désigné Accuracy en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'Accuracy est requise au titre de quatre dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « 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 » (alinéa I – 1°) ;
- (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « 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 » (alinéa I – 4°) ; et
- (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire stricto sensu, nous estimons que le prix de 7,80 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par BidSky, initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus par l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Nous avons porté une attention particulière aux accords relatifs aux conditions d'investissement ou de réinvestissement des Fondateurs et des autres actionnaires salariés (le « Management Package »). Il ressort en particulier de nos analyses que :

- Les prix retenus pour les apports d'actions et de BSA Artefact détenus par les Fondateurs et les salariés-actionnaires sont en cohérence avec le Prix d'Offre.
- Sur la base de notre revue du rapport d'évaluation du Management Package rédigé par un expert indépendant et de nos propres analyses, la valeur unitaire des instruments émis en rémunération desdits apports semble raisonnable.

- *Les perspectives de rentabilité proposées aux Fondateurs et aux managers de la Société dans le cadre du Management Package sont cohérentes avec celles offertes aux managers dans le cadre d'opérations de Leverage Buy Out (ou LBO) récentes dans lesquelles Accuracy est intervenue.*

*Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 7,80 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier.*

*En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre - 0,3 % et 25,0 %, niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard des considérations suivantes :*

- *Ce prix résulte d'un processus de cession compétitif, remporté par le consortium d'investisseurs dirigé par Ardian Expansion.*
- *Il reflète un scénario relativement optimiste correspondant au maintien à perpétuité d'une marge d'EBITDAr de 23,5 %, correspondant au milieu de fourchettes des objectifs annoncés par la Société à l'horizon 2025.*
- *Les synergies immédiates attendues de l'Opération sont peu significatives, comme le confirme d'ailleurs l'absence d'acquéreur industriel dans la phase finale du processus de cession.*
- *A terme, dans un secteur d'activité où le capital humain est la principale ressource, les synergies futures qui pourraient être dégagées de la cession du contrôle de la Société ont une valeur actuelle nécessairement modeste, en raison à la fois de leur nature et de leur risque d'exécution.*

*S'agissant de l'intérêt, d'un point de vue financier, que l'Offre présente pour les actionnaires minoritaires d'Artefact, ceux qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions à un prix qui intègre pleinement la Valeur Intrinsèque de la Société.*

*Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires d'Artefact, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire. »*

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

### **7.1 Promesse d'Achat et Contrat d'Acquisition**

L'Initiateur et les Vendeurs ont conclu respectivement, les 25 juillet 2021 et 17 septembre 2021, la Promesse d'Achat et le Contrat d'Acquisition dont les principales stipulations sont décrites à la Section 1.2.1(b) de la Note en Réponse.

### **7.2 Réinvestissement des Fondateurs et des autres dirigeants et managers**

En vertu de la Promesse d'Achat et du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur s'est engagé à permettre aux Fondateurs et à certains dirigeants, dont notamment Messieurs Fabrice Henry,

Pascal Coggia, Edouard de Mezerac, Rahul Arya, Arnold Struik, Hannes Weissensteiner, André Fonseca et Ghadi Hobeika (les « **Managers Cercle 1** »), de réinvestir dans le groupe, (le « **Réinvestissement** »). Les autres dirigeants actionnaires de la Société au nombre de dix-sept (les « **Managers Cercle 2** ») se verront proposer d'adhérer au Réinvestissement et d'apporter leurs actions de la Société au Prix de l'Offre.

Ces mécanismes de réinvestissement seront mis en œuvre en trois étapes : (i) une première tranche à la Date de Réalisation, (ii) une deuxième tranche à la date du règlement-livraison de l'Offre, et (iii) une troisième tranche lors de la conversion des ADP 2 de la Société en Actions ou à l'issue des périodes d'acquisition ou de conservation juridique additionnelle des actions attribuées gratuitement dans le cadre des Mécanismes de Liquidité décrits à la Section 7.4 de la Note en Réponse.

A la Date de Réalisation, (i) les Fondateurs ont apporté à TopSky 403.122 Actions et 11.636 BSA représentant 5,83% du capital et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée<sup>12</sup>, et (ii) les Managers Cercle 1 ont apporté à TopSky, directement ou indirectement, 128.385 Actions et 5.481 BSA représentant 2,60% du capital et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée<sup>12</sup>. Les Actions et BSA ainsi apportées à TopSky dans le cadre du Réinvestissement ont ensuite été apportées par TopSky à l'Initiateur.

A la Date de Réalisation, le Réinvestissement a pris la forme :

- pour les Managers Cercle 1 d'une souscription à des actions ordinaires nouvelles émises par TopSky via SkyMan 1 (véhicule de réinvestissement des dirigeants) ; et
- pour les Fondateurs d'une souscription à des actions ordinaires nouvelles ainsi qu'à des actions de préférence à dividende précipitaire cumulatif capitalisable annuellement d'un montant de 8% de leur prix de souscription émises par TopSky (les « **ADP 1** ») ; une partie des ADP 1 sera convertie automatiquement en actions ordinaires en cas de changement de contrôle, d'introduction en bourse ou de liquidation de TopSky (l'« **Evènement Déclencheur** ») selon une proportion déterminée en fonction du multiple de l'investissement réalisé par les associés à l'occasion de l'Evènement Déclencheur.

L'investissement d'Ardian Expansion et du Co-Investisseur Financier se fera avec les mêmes titres (actions ordinaires et ADP 1) et au même prix de souscription, étant précisé que le prix de souscription des ADP 1 a été fixé sur la base d'une évaluation effectuée par un tiers indépendant.

Le ratio actions ordinaires / ADP 1 distinct entre Ardian Expansion et le Co-Investisseur Financier de première part, Monsieur Guillaume de Roquemaurel de deuxième part, Monsieur Vincent Luciani de troisième part, et les Managers Cercle 1 et Managers Cercle 2 de quatrième part, reflète des profils de risque et de retour différents pour chaque groupe en fonction de la performance de l'investissement qui sera constatée à l'occasion d'un Evènement Déclencheur.

Il est précisé que Monsieur Guillaume de Roquemaurel bénéficiera en outre d'une attribution gratuite d'ADP 1 conditionnée à la réalisation de conditions de présence et de performance financière du groupe au cours des deux années suivant la Date de Réalisation. Ce mécanisme

---

<sup>12</sup> Sur la base d'un nombre total d'actions de 41.875.794.

d'actions de préférence attribuées gratuitement, dont la valeur est par nature aléatoire, ne contient aucun mécanisme de complément de prix.

Enfin, dans la continuité des pratiques actuelles du groupe, TopSky procédera à des attributions gratuites d'actions ordinaires au profit d'une quarantaine de cadres et salariés du groupe comme outil d'incitation et de fidélisation. Ces collaborateurs sont pour certains actionnaires de la Société ou bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et pour d'autres non actionnaires de la Société (les « **Managers Cercle 3** »).

Le Réinvestissement par les Fondateurs a été structuré de telle sorte que les Fondateurs ne bénéficient pas d'un complément de prix par rapport au Prix de l'Offre et qu'il ne soit pas susceptible de remettre en cause l'égalité des actionnaires. En particulier, les titres de la Société (Actions et BSA) qui ont été apportés par les Fondateurs et les Managers Cercle 1 pour libérer leur investissement dans TopSky ont été valorisés au Prix de l'Offre.

Enfin, il n'est pas prévu de donner de garantie ou même de faculté de sortie à prix fixe aux Fondateurs, Managers Cercle 1, Managers Cercle 2 et Managers Cercle 3 dans le cadre de leur Réinvestissement.

### 7.3 **Pacte d'actionnaires**

A la Date de Réalisation, l'Investisseur, le Co-Investisseur Financier et les Fondateurs ont conclu un pacte d'actionnaires pour une durée de dix ans dont l'objet est notamment de définir les règles de gouvernance de TopSky, de l'Initiateur, de la Société et de ses filiales et les conditions et modalités des transferts de titres de TopSky (le « **Pacte d'Actionnaires** »).

Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires sont décrites ci-dessous.

#### (a) Gouvernance

TopSky est dirigée par un président (le « **Président** »), nommé à la Date de Réalisation, et agissant sous la supervision du Conseil de surveillance (le « **Conseil de Surveillance** »), qui peut le révoquer *ad nutum* à la majorité simple de ses membres.

Le Président dispose de tous les pouvoirs conférés au président d'une société par actions simplifiée par l'article L.227-6 du Code de commerce pour agir en toute circonstance au nom et pour le compte de TopSky, sous réserve des décisions relevant de la compétence ou soumises à l'autorisation préalable des actionnaires de TopSky ou de son Conseil de Surveillance en vertu de la loi et des règlements applicables, des statuts ou du Pacte d'Actionnaires.

Un directeur général pourra être nommé par le Président, avec l'accord du Conseil de Surveillance.

Le Conseil de Surveillance, composé d'une majorité de membres nommés sur proposition de l'Investisseur, pourra comprendre Guillaume de Roquemaurel aussi longtemps qu'il détiendra des titres TopSky et un membre indépendant nommé sur proposition conjointe du Président et de l'Investisseur. Un membre ou un censeur (en fonction du niveau de participation au capital) sera nommé sur proposition du Co-Investisseur Financier.

A la date de la Note en Réponse, le Conseil de Surveillance de TopSky est composé comme suit :

- Ardian France S.A., représentée par Monsieur Thomas Grétére ;
- Madame Marie Arnaud-Battandier ;
- Monsieur Stéphan Torra ;
- Monsieur Guillaume de Roquemaurel ; et
- Cathay Capital Private Equity S.A.S.

Les intentions de l'Initiateur en matière de composition des organes de direction et du Conseil d'administration de la Société sont décrites à la Section 0 de la Note en Réponse.

(b) Transfert de titres TopSky

Le Pacte d'Actionnaires prévoit notamment :

- une clause d'agrément en cas de projet de transfert de titres, avec rachat par la société – TopSky ou le véhicule d'investissement des salariés (ou toute personne qu'elle se substituerait) – des titres cédés en cas de refus d'agrément au prix le moins élevé entre (x) l'offre du tiers concerné et (y) leur valeur de marché calculée sur la base de la formule d'un multiple d'EBITDA de 10x auquel est retranchée la dette financière la dette financière nette puis répartie par catégorie d'actions (ordinaires / ADP 1) ;
- une inaliénabilité temporaire des titres TopSky détenus par le Co-Investisseur Financier, pour une période de six ans à compter de la Date de Réalisation, sous réserve de certaines exceptions limitativement énumérées par le Pacte d'Actionnaires ;
- un droit de première offre au profit de l'Investisseur en cas de projet de transfert des titres TopSky détenus par le Co-Investisseur Financier à l'issue de la période d'inaliénabilité ;
- un droit de préemption de premier rang au profit des Fondateurs, de deuxième rang au profit des autres dirigeants directement ou indirectement via SkyMan 1 ou SkyMan 2 (véhicules de réinvestissement des dirigeants), et de troisième rang au profit de l'Investisseur et du Co-Investisseur Financier en cas de cession de titres TopSky par l'un des Fondateurs ou par l'un des dirigeants autres qu'un Fondateur ;
- un droit de sortie conjointe proportionnelle ou totale permettant aux Fondateurs et aux autres dirigeants, en cas de transfert de titres TopSky par l'Investisseur, de céder un nombre de titres TopSky proportionnel au nombre de titres TopSky transférés par l'Investisseur ou, en cas de transfert du contrôle de TopSky par l'Investisseur, l'intégralité des titres TopSky ;
- un droit pour l'Investisseur à tout moment d'initier un processus de cession de l'intégralité des titres TopSky (la « **Sortie** »), sous réserve d'une discussion préalable avec les Fondateurs et le Co-Investisseur Financier sur l'opportunité et le calendrier de la Sortie ; et

- certains cas de transfert libres usuels entre affiliés stipulés au profit de l'Investisseur, du Co-Investisseur Financier, des Fondateurs ou des autres dirigeants.

Il est précisé que le Pacte d'Actionnaires ne prévoit pas de mécanisme de liquidité à un prix garanti.

#### 7.4 Mécanismes de liquidité

En vertu du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur s'est engagé à proposer aux porteurs d'ADP 2 ainsi qu'aux bénéficiaires d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et d'Actions Gratuites Indisponibles de conclure des promesses d'achat et de vente de leurs titres afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les ADP 2, les Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et les Actions Gratuites Indisponibles (les « **Mécanismes de Liquidité** »).

##### (a) ADP 2

En vertu du contrat de liquidité proposé aux porteurs d'ADP 2, l'Initiateur s'est engagé de manière irrévocable à acquérir les actions nouvelles issues de l'exercice du Droit de Conversion sous Condition par les porteurs d'ADP 2. Corrélativement, chaque porteur d'ADP 2 est engagé de manière irrévocable à céder les actions nouvelles issues de l'exercice du Droit de Conversion sous Condition par les porteurs d'ADP 2 en vertu d'une promesse de vente conclue avec l'Initiateur.

Conformément aux stipulations des promesses d'achat et de vente, le prix d'exercice de l'option fera ressortir un prix par action issue de la conversion des ADP 2 égal au Prix de l'Offre. Il est précisé que le prix qui résultera de l'exercice de ces options d'achat et de vente appliqué à la situation contemporaine de l'Offre ne fera donc pas apparaître, par transparence, un prix par action supérieur au Prix de l'Offre.

Par ailleurs, les titulaires d'actions issues de la conversion des ADP 2 présents dans la Société au moment de la conversion auront également la possibilité, préalablement à leur acquisition par l'Initiateur, d'apporter indirectement lesdites actions à l'Initiateur à une valeur calculée en application des mêmes principes.

A la date de la Note en Réponse, les promesses croisées décrites ci-dessus ont été conclues avec l'ensemble des quinze porteurs d'ADP 2 détenant la totalité des 41.808 ADP 2 émises et en circulation.

##### (b) Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et Actions Gratuites Indisponibles

En vertu des contrats de liquidité proposés aux bénéficiaires d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et d'Actions Gratuites Indisponibles, tels que ces termes sont définis à la Section 1.3.4 de la Note en Réponse l'Initiateur consentira de manière irrévocable à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et détenteur d'Actions Gratuites Indisponibles une promesse de vente, exerçable dans les trente jours ouvrés à compter de la Date de Disponibilité, suivie d'une promesse d'achat consentie par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition et détenteur d'Actions Gratuites Indisponibles au bénéfice de l'Initiateur, exerçable dans les trente jours ouvrés débutant au second jour ouvré suivant la fin de la période d'exercice de la promesse de vente, et à défaut d'exercice de celle-ci.

La « **Date de Disponibilité** » correspondra au jour où les Actions Gratuites faisant l'objet des Mécanismes de Liquidité décrits ci-dessus deviendront cessibles au résultat de l'expiration de la période d'acquisition, ou, le cas échéant, de la Période de Détention Fiscale ou de l'Obligation de Conservation Juridique (tels que ces termes sont définis à la Section 1.3.4 de la Note en Réponse).

En cas d'exercice d'une promesse dans les douze mois suivant la clôture de l'Offre, le prix de cession des Actions Gratuites sera égal au Prix de l'Offre.

En cas d'exercice d'une promesse postérieurement à la période de douze mois suivant la clôture de l'Offre, le prix de cession sera déterminé en cohérence avec le Prix de l'Offre, sur la base d'une formule prenant en compte l'EBITDA consolidé des quatre derniers trimestres clos précédant la Date de Disponibilité, ainsi que la dette financière nette arrêtée au dernier mois clos précédant la Date de Disponibilité. Cette base de calcul, appliquée à la situation contemporaine de l'Offre, donne une valorisation équivalente à celle de l'Offre et ne confère pas un avantage particulier aux détenteurs d'Actions Gratuites qui bénéficieront de cette liquidité spécifique.

Par ailleurs, l'ensemble des bénéficiaires d'Actions Gratuites auront également la possibilité, préalablement à l'acquisition par l'Initiateur des Actions Gratuites concernées, d'apporter indirectement lesdites Actions Gratuites à l'Initiateur à une valeur calculée en application des mêmes principes.

En cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, les Actions Gratuites Indisponibles faisant l'objet des Mécanismes de Liquidité décrits à la présente Section de la Note en Réponse seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L.233-9, I, 4° du Code de commerce, et ne seront pas visées par ledit retrait obligatoire.

A la date de la Note en Réponse, les promesses croisées décrites ci-dessus ont été conclues avec l'ensemble des bénéficiaires d'Actions Gratuites Indisponibles, et seront étendues à l'ensemble des bénéficiaires d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition.

## **7.5 Autres accords dont la Société a connaissance**

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'Offre ou sur son issue.

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

### **8.1 Structure et répartition du capital de la Société**

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la Note en Réponse (sur la base d'un nombre total de 34.192.033 actions représentant un nombre total de 34.192.033 droits de vote théoriques<sup>13</sup> au 30 septembre 2021) :

---

<sup>13</sup> Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2ème alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF.

Actionnariat	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage
BidSky	21.227.827	21.227.827	62,08%
<i>Friends &amp; Family</i> des Fondateurs	1.937.373	1.937.373	5,67%
Autres dirigeants	767.008	767.008	2,24%
Actions auto-détenues	91.554	91.554	0,27%
Flottant	10.168.271	10.168.271	29,74%
<b>Total</b>	<b>34.192.033</b>	<b>34.192.033</b>	<b>100%</b>

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur a acquis auprès d'une partie des Vendeurs l'intégralité des BSA émis par la Société. Les BSA ne sont pas admis aux négociations sur Euronext Growth.

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur n'a exercé aucun BSA. A l'occasion de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité d'exercer à tout moment pendant la Période d'Exercice tout ou partie des BSA, notamment pour faciliter la mise en œuvre du retrait obligatoire.

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société dans l'hypothèse où l'Initiateur exercerait 100% des BSA acquis dans le cadre de l'Acquisition du Bloc (sur la base d'un nombre total de 34.192.033 actions représentant un nombre total de 34.192.033 droits de vote théoriques<sup>13</sup> au 30 septembre 2021, avant exercice des 20.000 BSA<sup>14</sup>) :

Actionnariat	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage
BidSky	24.727.827	24.727.827	65,61%
<i>Friends &amp; Family</i> des Fondateurs	1.937.373	1.937.373	5,14%
Autres dirigeants	767.008	767.008	2,03%
Actions auto-détenues	91.554	91.554	0,24%
Flottant	10.168.271	10.168.271	26,98%
<b>Total</b>	<b>37.692.033</b>	<b>37.692.033</b>	<b>100%</b>

## 8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société ni l'exercice du droit de vote y attaché.

## 8.3 Les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

Les dispositions de l'article L.233-11 du Code de commerce ne sont pas applicables à la Société, puisque ses actions sont admises aux négociations sur le marché organisé d'Euronext Growth Paris.

<sup>14</sup> L'exercice d'un BSA donne droit à 175 actions ordinaires nouvelles émises conformément aux termes et conditions des BSA.

#### **8.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société**

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

En application des dispositions des articles L.233-7 et suivants du Code de commerce et des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré, à la suite de l'Acquisition du Bloc dont la réalisation est intervenue le 29 septembre 2021 :

- à la Société, avoir franchi à la hausse les seuils statutaires de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45% et 50% du capital et des droits de vote de la Société, par lettre recommandée en date du 4 octobre 2021, conformément à l'article 12 des statuts de la Société ; et
- à l'AMF, avoir franchi à la hausse les seuils légaux de 50% du capital et des droits de vote de la Société par courrier en date du 1<sup>er</sup> octobre 2021 et, a ainsi déclaré, conformément aux articles L.433-3, II du Code monétaire et financier et 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, qu'il mettra en œuvre une offre publique d'achat simplifiée visant les Actions de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF sous le numéro 221C2579 le 1<sup>er</sup> octobre 2021.

Par ailleurs, conformément à l'article 12 des statuts de la Société, les actionnaires suivants ont déclaré à la Société avoir franchi à la baisse :

- les seuils de 5%, 10% et 15% du capital et des droits de vote de la Société, pour le Fonds Nobel, par courrier reçu le 1<sup>er</sup> octobre 2021 ; et
- les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société, pour Guillaume de Roquemaurel, Vincent Luciani et Financière Arbevel, par courriers reçus le 1<sup>er</sup> octobre 2021.

#### **8.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Néant.

#### **8.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Néant.

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

Un pacte d'actionnaires relatif à la société NetBooster (ancienne dénomination de la Société) a été conclu le 27 juillet 2017 entre les titulaires d'ADP 2, Francois de la Villardièrre et le Fonds Nobel, en présence de la Société, pour une durée de dix ans.

Ce pacte d'actionnaires prévoit notamment que les titulaires d'ADP 2 s'interdisent de procéder à toute cession d'ADP 2 jusqu'à leur conversion en actions ordinaires.

Aucune autre convention en vigueur et qui peut entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société.

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

### **8.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration**

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de (18) dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Chaque administrateur doit être, pendant toute la durée de ses fonctions, propriétaire d'au moins une action.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur. Tout membre sortant est rééligible.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Les administrateurs personnes morales doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L.225-4 du Code de commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat correspond à un emploi effectif. Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Conformément à l'article 16 des statuts, le Conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui est, à peine de nullité de la nomination, une personne physique. Il détermine sa rémunération.

Le président est nommé pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le Conseil peut le révoquer à tout moment.

Nul ne peut être nommé président s'il est âgé de plus de 70 ans. Si le président vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire d'office au jour de son soixante-dixième anniversaire.

Le Conseil peut également désigner un ou deux vice-présidents et un secrétaire qui peut être choisi en dehors des administrateurs et des actionnaires.

En cas d'absence du président, la séance du Conseil est présidée par le vice-président le plus âgé. A défaut, le Conseil désigne, parmi ses membres, le président de la séance.

#### 8.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société.

Conformément à l'article 18 des statuts de la Société, la modification des statuts par la Société ou par toute entité contrôlée par la Société, ne pourra être réalisée sans avoir obtenu au préalable l'accord du Conseil d'administration statuant à la majorité simple, étant précisé que le président du Conseil d'administration ne disposera pas de voix prépondérante.

Conformément à l'article 25 des statuts, l'assemblée générale extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires présents ou représentés ou votant par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, le quart des actions ayant droit de vote, et sur deuxième convocation, le cinquième desdites actions. Si ce dernier quorum n'est pas atteint, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Pour cette assemblée prorogée, le quorum du cinquième est à nouveau exigé.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix des actionnaires présents, représentés ou votants par correspondance.

#### **8.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions**

Conformément à l'article 18 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le Conseil d'administration procède à tout moment aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Chaque administrateur doit recevoir les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut obtenir auprès de la direction générale tous les documents qu'il estime utiles.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont attribués par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose, à la date de la Note en réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions qui lui ont été conférées par les actionnaires de la Société au cours des assemblées générales mixtes des 25 juin 2019, 25 juin 2020 et 25 juin 2021 :

Nature de la délégation ou de l'autorisation	Date de l'assemblée générale	Date d'expiration	Plafond (en actions et en euros)	Utilisation effective
<b>A. Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société (dans la limite d'un nombre total d'actions attribuées gratuitement ne pouvant excéder 10% du capital social)</b>				
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société	25 juin 2019 (15 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 38 mois (25 août 2022)	Dans la limite de 113.700,80 €(soit 1.137.008 actions)	1.137.008 actions
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société	25 juin 2020 (8 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 38 mois (25 août 2023)	Dans la limite de 85.048,80 €(soit 850.488 actions)	736.154 actions
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société	25 juin 2021 (15 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 38 mois (25 août 2024)	Dans la limite de 45.803,50 €(soit 458.035 actions)	0
<b>B. Rachat par la Société de ses propres actions</b>				
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue du rachat par la Société de ses propres actions	25 juin 2021 (7 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 18 mois (25 décembre 2022)	Dans la limite de 10% du capital de la Société <sup>(1)</sup> Dans la limite de 5% du capital de la Société <sup>(1)</sup> pour les rachats effectués dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport	N/A
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'annuler tout ou partie des actions détenues en propre par la Société, au titre de l'autorisation de rachat d'actions	25 juin 2021 (16 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 18 mois (25 décembre 2022)	Dans la limite de 10% du capital de la Société <sup>(1)</sup> par période de 24 mois	N/A
<b>C. Augmentations de capital réservées</b>				
Délégation au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires réservée aux salariés adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise ou d'un plan d'épargne de groupe avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces salariés	25 juin 2021 (17 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 18 mois (25 décembre 2022)	Dans la limite de 3% du capital de la Société <sup>(1)</sup> (hors plafond global pour les augmentations de capital)	N/A
Délégation au Conseil d'administration à l'effet de procéder à une émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à des actions ordinaires et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance avec suppression du droit	25 juin 2021 (12 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 18 mois (25 décembre 2022)	Dans la limite de 1.000.000 €(soit 10.000.000 actions) pour les augmentations de capital <sup>(2)</sup> Dans la limite de 20.000.000 €pour les	N/A

préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes conformément à l'article L.225-138 du Code de commerce.			titres de créances <sup>(2)</sup>	
D. Augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription				
Délégation au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à des actions ordinaires et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires par offre au public)	25 juin 2021 (10 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 26 mois (25 août 2023)	Dans la limite de 400.000 €(soit 4.000.000 actions) pour les augmentations de capital <sup>(2)</sup>  Dans la limite de 20.000.000 €pour les titres de créances <sup>(2)</sup>	N/A
Délégation au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à des actions ordinaires et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires par une offre visée à l'article L.411-2 1° du Code monétaire et financier (placement privé)	25 juin 2021 (11 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 26 mois (25 août 2023)	Dans la limite de 20% du capital de la Société <sup>(1)</sup> par an pour les augmentations de capital <sup>(1)</sup>  Dans la limite de 20.000.000 €pour les titres de créances <sup>(2)</sup>	N/A
E. Augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription				
Délégation au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	25 juin 2021 (9 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 26 mois (25 août 2023)	Dans la limite de 2.000.000 €(soit 20.000.000 actions) pour les augmentations de capital <sup>(2)</sup>  Dans la limite de 50.000.000 €pour les titres de créances <sup>(2)</sup>	N/A
F. Augmentations de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription				
Autorisation donnée au Conseil d'administration, en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre en vertu des 9 <sup>ème</sup> , 10 <sup>ème</sup> , 11 <sup>ème</sup> et 12 <sup>ème</sup> résolutions décrites ci-dessus	25 juin 2021 (13 <sup>ème</sup> résolution)	Valable 26 mois (25 août 2023)	Augmentation du plafond dans la limite de 15% de l'émission initiale et au même prix que l'émission initiale	N/A

(1) Ce pourcentage est apprécié à la date de la mise en œuvre de la délégation.

(2) Ce montant s'impute sur le plafond global fixé par la 14<sup>ème</sup> résolution de l'assemblée générale mixte du 25 juin 2021 à (i) 2.000.000 €de nominal pour les augmentations de capital social, immédiates et/ou à terme et (ii) à 50.000.000 €de nominal pour l'émission de valeurs mobilières représentatives de créances.

#### **8.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société**

La Société a obtenu de la part de certains partenaires financiers, des renonciations écrites de ces derniers à se prévaloir des stipulations relatives au changement de contrôle ou à la modification de l'actionnariat de la Société, incluses dans certains contrats de financement conclus avec la Société et qui auraient pu être actionnées dans le cadre de la réalisation de l'Acquisition du Bloc. La Société est également en contact avec d'autres partenaires financiers résiduels afin d'obtenir des renonciations similaires de la part ces derniers.

Par ailleurs, un financement obligataire mis en place par l'Initiateur pour financer l'Acquisition du Bloc a également servi au financement d'un prêt intragroupe consenti par l'Initiateur au profit de la Société afin que cette dernière refinance une partie de son endettement existant devenu remboursable du fait du changement de contrôle résultant de l'Acquisition du Bloc.

Enfin, parmi les principaux contrats clients conclus par la Société, certains prévoient une rupture anticipée desdits contrats en cas de changement de contrôle de la Société ou de modification profonde de l'équipe dirigeante selon des modalités diverses.

#### **8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Néant.

### **9. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ**

Le document « Autres Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ce document sera disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) ainsi que sur le site internet de la Société ([www.artefact.com](http://www.artefact.com)) et pourra être obtenu sans frais au siège social de la Société.

### **10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

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

Monsieur Guillaume de Roquemaurel, Directeur Général

**ANNEXE**

**RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**



in excellent company

**Expertise indépendante**  
dans le cadre du projet d'offre publique simplifiée  
initiée par *BidSky* visant les actions *Artefact*

Novembre 2021

---

Transactions & Investments

---

Disputes & Crises

---

Corporate Strategy & Finance

---

Business Performance

---

## Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique simplifiée initiée par *BidSky* visant les actions *Artefact*

*Artefact S.A.* (ci-après « **Artefact** », la « **Société** », la « **Cible** ») est une société française de conseil et de marketing numérique, spécialisée dans l'exploitation des données à des fins marketing. Elle assiste ses clients dans leurs problématiques de stratégie et transformation autour des données, de *data marketing* et de marketing numérique. Implantée dans 13 pays, la Société a réalisé en 2020 une marge brute de 70 m€ et un résultat opérationnel de 8 m€.

La Société, fondée en 2014 par MM. Guillaume de Roquemaurel, Vincent Luciani et Philippe Rolet, est cotée en bourse sur le marché *Euronext Growth d'Euronext* depuis sa fusion en 2017 avec l'agence média *NetBooster*. Elle affichait une capitalisation boursière d'environ 166 m€ à fin juin 2021.

Au terme d'un processus de cession compétitif intervenu au premier semestre 2021 et remporté par *Ardian*, les principaux actionnaires de la Société, à savoir M. François de la Villardière, Président du Conseil d'administration d'*Artefact*, les co-fondateurs et co-dirigeants d'*Artefact*, MM. Guillaume de Roquemaurel et Vincent Luciani, (les « **Fondateurs** »), certains actionnaires de référence, dont *Fonds Nobel*, *Financière Arbevel*, *Truffle Capital* et *Otus Capital Management*, ainsi que plusieurs managers et actionnaires minoritaires (collectivement avec les « **Fondateurs** », les « **Vendeurs** »), ont conclu le 17 septembre 2021 un contrat d'acquisition (le « **Contrat d'Acquisition** ») au profit de la société *BidSky*, société contrôlée par *Ardian*.

En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis les 29 septembre et 4 octobre 2021, les titres suivants (« **l'Acquisition du Bloc** ») :

- (i) une participation majoritaire dans *Artefact* représentant 52,20 % du capital, au prix de 7,80 € par action,
- (ii) l'intégralité des 20 000 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** »), au prix de 1 190 € par BSA, soit un prix conférant une valeur de 7,80 € aux actions ordinaires résultant de l'exercice d'un bon.

Le Contrat d'Acquisition fait suite à la promesse d'achat conclue entre les Vendeurs et *BidSky* le 25 juillet 2021. Il prévoit des mécanismes de liquidité relatifs aux actions de préférence émises par la Société (« **ADP 2** ») et aux actions gratuites ne pouvant être cédées ou apportées à l'Offre en raison de contraintes juridiques et/ou fiscales (les « **AGA** »).

Au titre du Contrat d'Acquisition, les Fondateurs ainsi que certains dirigeants de la Société ont également réinvesti (ou réinvestiront) une fraction du produit de cession de leurs titres *Artefact* (le « **Réinvestissement** ») au sein de la société *TopSky*, associé unique de *BidSky*. La majorité du capital et des droits de vote de *TopSky* est détenue par *Ardian Expansion Fund V S.L.P* (ci-après « **Ardian Expansion** »), tandis que le solde est détenu, d'une part, par un fonds d'investissement géré par *Cathay Capital Private Equity* (avec *Ardian Expansion*, les « **Investisseurs Financiers** ») et, en vertu du Réinvestissement, par les Fondateurs et certains dirigeants d'*Artefact*.

---

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Artefact*, *BidSky*<sup>1</sup> (« **l'Initiateur** ») est tenue de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée (« **l'Offre** », et avec l'Acquisition du bloc, l'« **Opération** ») sur le solde du capital de la Société au prix de 7,80 € par action (le « **Prix d'Offre** »).

*BidSky* a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires d'*Artefact* (les « **Actionnaires Minoritaires** ») ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote d'*Artefact* à l'issue de l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société, sur recommandation d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet et composé majoritairement d'administrateurs indépendants au sens des règles du Code *Middlenext* (le « **Comité Ad Hoc** »), a désigné *Accuracy* le 25 juillet 2021 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « *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* » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « *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* » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire* » (alinéa II).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré

---

<sup>1</sup> Formellement intervenue le 29 septembre 2021, avec l'acquisition des 17 219 729 actions représentant 50,36% du capital et des droits de vote de la Société et des 20 000 bons de souscription d'actions représentant l'intégralité des bons de souscription d'actions émis par la Société.



---

dans le cadre de l'Offre par *Société Générale*, banque présentatrice de l'Offre (la « **Banque** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente offre et dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.



---

# 1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

## 1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de près de 500 consultants (dont plus de 230 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

### Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Date de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
mars-21	EOS Imaging	Alphatec Holdings Inc.	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Oddo BHF SCA
févr-21	Sofibus Patrimoine	Segro France	Offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Lazard Frères
févr-21	La Foncière Verte	PH Finance	Offre publique de retrait	Oddo BHF SCA
oct-20	Le Bélier	Wencan Holding	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Société Générale
août-20	agta record	ASSA ABLOY	Offre publique d'achat	BNP Paribas

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle 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.

## 1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy et Guillaume Charton, Directeur, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.
- Guillaume Charton a une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'HEC.

- 
- Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du Groupe HEC, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe et Guillaume Charton ont été assistés par un consultant expérimenté disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et de trois consultants juniors.

### 1.3. Déclaration d'indépendance

*Accuracy* n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des 18 derniers mois.

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé quatre missions, relevant de *due diligence* et d'évaluation de *management package*, pour le compte du groupe *Ardian*. Ces missions ont représenté moins de 1 % de son chiffre d'affaires en France sur la période.

Les associés et directeurs participant à la présente attestation d'équité n'ont participé à aucune des missions susmentionnées.

Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, de « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

### 1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 150 000 euros hors taxes.

### 1.5. Diligences effectuées

#### 1.5.1. Programme de travail

*Accuracy* a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaborée par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du bloc de contrôle, de la vie boursière de l'action *Artefact* sur la période récente et de la liquidité du marché de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- revue des différents accords conclus dans le cadre de l'Opération, notamment la promesse d'achat en date du 25 juillet 2021, le Contrat d'Acquisition en date du 17 septembre 2021, les différents accords de liquidité portant sur les ADP2 et les AGA, le pacte d'actionnaires conclu entre les actionnaires de *TopSky*,
- analyse des modalités de réinvestissement offertes à certains dirigeants et actionnaires de la Société, au travers notamment (i) d'une comparaison des performances prévisionnelles avec celles offertes dans le cadre d'opérations LBO (*Leverage Buy Out*)



---

récentes, (ii) de l'analyse du rapport d'évaluation réalisé par un tiers expert des titres souscrits par les dirigeants d'*Artefact* en rémunération de leurs apports, et (iii) d'une estimation de la valeur de marché des différents instruments souscrits,

- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et du jeu de prévisions élaboré par les dirigeants de la Société (le « **Management** »),
- prise de connaissance du dernier arrêté comptable au 30 juin 2021 et mise à jour de nos travaux sur la base de cet arrêté comptable,
- analyse des synergies éventuelles attendues de l'Opération,
- entretiens avec le Management, portant notamment sur la présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, de son positionnement concurrentiel actuel et futur, de sa situation financière, etc.,
- entretiens avec le Comité *Ad Hoc*),
- entretiens avec des représentants des conseils de la Société,
- entretiens avec des représentants de l'Initiateur,
- entretiens avec des représentants de la Banque,
- examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente et les prix cibles (*target prices*) des analystes financiers,
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,
- obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société et d'une lettre d'affirmation de la part de l'Initiateur,
- contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant (Associé Honoraire) n'ayant pas participé à la mission,
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Au total, le nombre d'heures consacrées à la mission s'est élevé à 650 heures.



---

Comme indiqué précédemment, le contrôle qualité a été réalisé par Bruno Husson, Associé honoraire d'Accuracy, qui n'est plus salarié d'Accuracy, qui n'a pas participé directement à la mission. Il a été assisté d'une manager expérimentée en évaluation.

- Après s'être entretenu avec l'équipe à plusieurs reprises au démarrage de la mission sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, Bruno Husson a procédé à une relecture critique du rapport qui a conduit à modifier et approfondir certaines analyses.
- Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) ont fait l'objet d'une revue analytique par une manager qui n'avait pas participé à la mission.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

### **1.5.2. Calendrier de l'étude**

Notre mission s'est déroulée du 30 juillet 2021, date de notre première réunion avec le Management, le Comité *Ad Hoc* et les conseils de la Société, au 6 octobre 2021, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec le Comité *Ad Hoc*, le Management, les conseils de la Société, la Banque ainsi qu'avec l'Initiateur :

- Semaine du 26 juillet au 30 juillet 2021 : réunions de présentation de l'Opération avec les membres du Comité *Ad Hoc* et les conseils de la Société, d'une part et avec les conseils de l'Initiateur et de la Société, d'autre part.
- Semaine du 2 août au 6 août 2021 : échanges avec la Société et ses conseils afin de réunir l'information nécessaire à nos travaux.
- Semaine du 30 août au 3 septembre 2021 : échange téléphonique avec la Banque.
- Semaine du 6 septembre au 10 septembre 2021 : échange avec le conseil financier de la Société au sujet du processus compétitif.
- Semaine du 13 septembre au 17 septembre 2021 : réunion de travail avec le Management de la Société concernant l'activité de la Société ainsi que ses perspectives de développement.
- Semaine du 20 septembre au 24 septembre 2021 : réunion avec l'Initiateur concernant les modalités du réinvestissement des dirigeants, réunion avec les membres du Comité *Ad Hoc* de présentation de notre méthodologie.
- Semaines du 27 septembre au 8 octobre 2021 : réunion avec les membres du Comité *Ad Hoc* de présentation des principales conclusions de nos travaux, finalisation du présent rapport.

### **1.5.3. Informations utilisées**

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le management de la Société, à savoir :

- documentation relative aux ADP 2, BSA et plan d'actions gratuites d'*Artefact*,
- jeu de prévisions, en *stand alone*, comprenant une modélisation détaillée du compte de résultat (jusqu'à l'EBITDA) pour la période 2021-2025, élaboré par le Management et



---

ayant servi de base à l'élaboration des trajectoires financières indiquées au marché lors de la journée investisseurs du 22 avril 2021 (le « **Plan d'Affaires** »),

- jeu de prévisions, en *stand alone*, comprenant une modélisation détaillée du compte de résultat (jusqu'à l'EBITDA) pour la période 2021-2026, élaboré par le Management et son conseil financier en avril 2021, et communiqué aux acquéreurs potentiels dans le cadre du processus de cession du bloc majoritaire (le « **Plan d'Affaires Vendeurs** »),
- *current trading* à fin juin 2021 et prévisions mises à jour pour l'année 2021,
- arrêté des comptes au 30 juin 2021 non audité,
- rapport de *Vendor Due Diligence* financière préparé dans le cadre du processus de cession du bloc majoritaire,
- promesse d'achat, en date du 25 juillet 2021,
- Contrat d'Acquisition, en date du 17 septembre 2021,
- termes et conditions des ADP 1 de *TopSky*, en date du 17 septembre 2021,
- fichier de suivi de la composition du capital et instruments dilutifs transmis par la Société, en date du 20 septembre 2021,
- statuts de la Société, en date du 23 février 2021,
- rapport d'évaluation des ADP 1 et des actions ordinaires de *TopSky* réalisé par *Exelmans* en date du 24 septembre 2021,
- rapport d'évaluation élaboré par la Banque,
- projet de note d'information, en date du 5 octobre 2020.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- statuts de la Société, en date du 23 février 2021,
- rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- études et notes sur la Société publiées par les analystes financiers sur la période récente,
- rapports annuels des sociétés comparables,
- informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

#### **1.5.4. Liste des principales personnes avec lesquelles nous avons échangé au cours de notre mission**

- Guillaume de Roquemaurel, Directeur général, *Artefact*
- Hayette Soltani, Directeur financier, *Artefact*
- François de la Villardière, Président du Conseil d'Administration (membre du Comité *Ad Hoc*), *Artefact*



- 
- Marguerite de Tavernost, administratrice indépendante (membre du Comité *Ad Hoc*), *Artefact*
  - Olivier Duha, administrateur indépendant (membre du Comité *Ad Hoc*), *Artefact*
  - Youssef Djehane, avocat conseil de la Société, *BDGS Associés*
  - François Baylion, avocat conseil de la Société, *BDGS Associés*
  - Guillaume Teboul, banque-conseil de la Société, *Cambon Partners*
  - Marie Arnaud-Battandier, Managing Director, *Ardian*
  - Stephan Torra, Director, *Ardian*
  - Florent Guillermain, banque-conseil de l'Initiateur, *Société Générale*
  - François Onillion, banque-conseil de l'Initiateur, *Société Générale*
  - Olivier du Mottay, avocat conseil de l'Initiateur, *Latham & Watkins*
  - Philippe Tesson, avocat conseil de l'Initiateur, *Latham & Watkins*
  - Mayssa Sader, avocat conseil de l'Initiateur, *Latham & Watkins*

### **1.5.5. Limites de nos travaux**

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Dans le cadre de notre mission, nous avons également obtenu de la part de la Société et de l'Initiateur deux lettres d'affirmation.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.



---

## 2. Contexte de l'Opération

### 2.1. Présentation de la Société

#### 2.1.1. Caractéristiques opérationnelles d'Artefact

Une société de conseil en forte croissance, alliant expertise des données, du marketing et du digital

Artefact est née de la fusion en 2015 de deux *startups* fondées par M. Guillaume de Roquemaurel et M. Vincent Luciani : *Little Big Data*, société experte en analyse de données et *Augusta Consulting*, spécialiste du conseil en *data marketing*. En 2017, la Société fusionne avec *NetBooster*, une agence indépendante de marketing digital cotée sur le marché *Euronext Growth* à Paris, afin de proposer une gamme complète de services autour des données.

La Société a connu un développement rapide et compte aujourd'hui, près de 800 consultants répartis dans 13 pays et 16 bureaux pour une marge brute de 70 m€<sup>2</sup> articulée autour de trois offres :

- Data Consulting (35 % de la marge brute 2020) : déploiement de solutions d'Intelligence Artificielle permettant l'exploitation des données clients et visant à répondre aux enjeux de transformation opérationnelle et marketing des organisations ;
- Data Marketing (32 %) : accompagnement complet des clients dans l'élaboration et le déploiement de leur stratégie marketing, visant à pérenniser les solutions *data marketing* déployées.
- Digital Media (33 %) : conception et déploiement de campagnes média multicanaux ciblées.

L'activité d'Artefact relève donc de deux catégories de prestations.

- La première catégorie (67 % de la marge brute) correspond à une activité de conseil aux entreprises (l'activité « **Conseil** ») et regroupe les offres de *Data Consulting* et *Data Marketing*. Cette activité se caractérise par des projets « ponctuels » dépendant des besoins stratégiques de clients de la Société (récurrents ou non). Les prestations sont facturées essentiellement au temps passé.
- La seconde (33 %) correspond à une activité d'agence média digitale (l'activité « **Digital** »), héritée pour l'essentiel de *NetBooster*. Elle se fonde sur des contrats pluriannuels aux termes desquels Artefact achète notamment des espaces média pour le compte de ses clients et est rémunérée à la commission pour l'ensemble de ses services. Cette activité est donc fonction des budgets de publicité des clients.

Le positionnement commercial et technologique innovant d'Artefact lui permet de proposer à ses clients des solutions intégrées et d'être pertinent face à différents types d'acteurs tels que les cabinets de conseil (*McKinsey*, *BCG*, *Bain & Company*, etc.), les sociétés de services informatiques ou « SSII » (*Accenture*, *Capgemini*, etc.) et les agences de publicité (*WPP*, *Havas*, *Publicis*, etc.).

---

<sup>2</sup> Il s'agit de l'indicateur de chiffre d'affaires suivi par le Management et correspond au chiffre d'affaires comptable de la Société après déduction de certains coûts (essentiellement des achats média refacturés dans le cadre des prestations réalisées par la Société). La marge brute représente ainsi le chiffre d'affaires net effectivement conservé par Artefact.

---

*Artefact* a ainsi connu un développement rapide se traduisant par une croissance soutenue de la marge brute (+15 % par an en moyenne sur la période 2017-2020). Cette croissance a notamment été portée par l'activité Conseil qui a crû de 131 % la période 2018-2020 et représente désormais les deux tiers de la marge brute de la Société (contre 34 % en 2018).

La Société anticipe une accélération de la croissance de la marge brute sur la période 2021-2025, portée par l'accélération de la transformation digitale des entreprises. La croissance de la marge brute est ainsi estimée entre 15 % à 20 % par an, dans le cadre du plan stratégique 2021-2025 dévoilé aux marchés financiers en avril 2021.

*Un modèle devenu, récemment, très rentable, qui allie forte profitabilité et faible intensité capitalistique*

Les années qui ont suivi la fusion avec *NetBooster* ont vu la profitabilité de la Société se dégrader, la marge d'EBITDA<sup>3</sup> évoluant entre 2 % et 4 % sur la période 2017 à 2019 (contre 12,3 % en 2016 sur une base *pro forma* et un objectif compris entre 10 % et 15 % fixé dans le cadre du plan stratégique 2018-2020).

Sur cette période, le Groupe a notamment procédé à (i) des « investissements » significatifs en anticipant notamment de nombreux recrutements afin de préparer la croissance de l'activité Conseil, (ii) un recentrage des activités sur certaines zones géographiques<sup>4</sup> et (iii) la mise en place d'un plan de réduction des coûts.

Ces initiatives, couplées à la croissance de l'activité Conseil, se sont traduites par une nette amélioration de la marge d'EBITDAr en 2020 qui atteint 20 %, en dépit des difficultés liées à la crise sanitaire. Le Groupe a confirmé ses ambitions sur le premier semestre 2021, avec une marge d'EBITDAr atteignant 23 % sur une marge brute de 40,3 m€.

Le Groupe a revu à la hausse ses objectifs de marges d'EBITDAr à moyen terme, qu'il estime désormais entre 22 % et 25 % dans le cadre du plan stratégique 2021-2025 dévoilé au marché en avril 2021 (les « **Objectifs 2025** ») (contre 10-15 % annoncé dans le cadre du plan stratégique 2018-2020 précédent annoncé au lendemain de la fusion avec *NetBooster*).

Ces objectifs peuvent être comparés aux prévisions de marges d'un échantillon de sociétés cotées actives à la fois dans le domaine du conseil et/ou des services en marketing et dans le domaine du digital (l'échantillon « **Conseil Marketing et Digital** »). Les six sociétés identifiées (*Advantage Solutions, Ascential, Kin+Carta, Next Fifteen Communications, S4* et *Syzygy*), sont des sociétés de conseil ou des prestataires de services qui aident leurs clients dans l'élaboration et la transformation de leur stratégie marketing. Elles détiennent notamment une expertise dans les domaines du e-commerce, de la conception produit et du marketing, et offrent des services permettant de mesurer et d'optimiser la performance digitale, de développer des outils de prévisions et d'analyses de données et de mesurer la performance marketing et média.

Les objectifs de marges d'EBITDAr de la Société se situent dans le haut de fourchette des sociétés de Conseil Marketing et Digital.

---

<sup>3</sup> Agrégat du Management défini comme l'EBITDA avant impact de l'application des normes IFRS2 (actions gratuites), IFRS3R (compléments de prix) et IFRS16.

<sup>4</sup> Restructuration des activités du Groupe dans les pays nordiques (cession de l'activité Affiliation opérée au Danemark, en Norvège et en Finlande), plan de redynamisation des activités en Allemagne, la fermeture d'activités en Australie et Italie. Cession en 2020 des activités restantes dans les pays nordiques et de *Media Diamond* début 2021.



Artefact - Echantillon de sociétés comparables				Marges EBITDA (%)				
Société	Pays	Devise	Cap. boursière (m)	EBITDA 2019 (%)	EBITDA 2020 (%)	EBITDAe 2021 (%)	EBITDAe 2022 (%)	EBITDAe 2023 (%)
Artefact	France	EUR		2,9 %	20,1 %	Guidance : [22% - 25%]		
<b>Conseil Marketing et Digital</b>								
Advantage Solutions	Etats-Unis	USD	2 752	11,9 %	14,0 %	13,3 %	12,8 %	13,0 %
Ascential	Royaume-Uni	GBP	1 823	26,7 %	7,9 %	21,4 %	25,8 %	27,7 %
Kin + carta	Royaume-Uni	GBP	504	18,1 %	15,8 %	11,8 %	13,3 %	n.d.
Next 15	Royaume-Uni	GBP	1 048	15,5 %	16,9 %	21,4 %	21,6 %	23,3 %
S4	Royaume-Uni	GBP	4 443	11,1 %	14,5 %	15,3 %	16,8 %	16,9 %
Szygy	Allemagne	EUR	89	10,7 %	9,6 %	11,5 %	11,8 %	12,4 %
<b>Moyenne de l'échantillon</b>				<b>15,7 %</b>	<b>13,1 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>18,7 %</b>
<b>Médiane de l'échantillon</b>				<b>13,7 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>16,9 %</b>

Note : Marges d'EBITDA retraitées des éléments relatifs à IFRS 16 et IFRS 2  
Source: CIQ as of 27/09/2021

Cette forte rentabilité s'accompagne d'une faible intensité capitalistique. En effet, comme dans la plupart des activités de conseil et de services, le bilan de la Société affiche un faible montant d'immobilisations, le besoin en fonds de roulement représentant l'essentiel des capitaux nécessaires à l'exploitation. Il en résulte une rotation très rapide des capitaux employés : ce ratio (chiffre d'affaires rapporté à la somme des immobilisations d'exploitation et du besoin en fonds de roulement) est proche de 8x en 2020. Ceci est renforcé par le fait que le besoin en fonds de roulement de l'activité Média est structurellement négatif en raison d'avances accordées par les clients pour l'achat d'espaces média.

#### Des risques opérationnels élevés

Les risques opérationnels qui pèsent sur la Société, de constitution récente, sont de plusieurs ordres : (i) sensibilité à la conjoncture économique, (ii) levier opérationnel élevé, (iii) croissance largement dépendante des recrutements, et (iv) maintien d'un positionnement innovant.

Dans la mesure où la Société est de constitution récente et positionnée sur un marché en forte croissance, son activité n'a pas ou peu été impactée par la conjoncture économique. La Société a ainsi réalisé en 2020 l'une de ses meilleures années en termes de rentabilité malgré la crise sanitaire. Il n'en demeure pas moins que les activités de la Société sont largement dépendantes des projets d'investissement de ses clients (tant en prestations de conseil qu'en campagnes publicitaires). Dès lors, même si ce facteur de risque n'est pas encore apparent, la Société présente (et présentera à moyen terme) un degré de sensibilité à la conjoncture économique élevé, à l'instar des sociétés de conseil, dont l'activité revêt un caractère « discrétionnaire ».

De plus, la Société présente une structure de coûts essentiellement fixe. En effet, les frais de personnel représentent en moyenne près de 75 % de la marge brute sur la période 2018-2020 et près de 80 % des coûts. Le levier opérationnel est donc important et le taux de marge opérationnelle fortement dépendant de la croissance organique du chiffre d'affaires.

Par ailleurs, concernant la croissance de la marge brute : si elle est portée par une demande croissante des entreprises en matière de transformation numérique et digitale, elle n'en demeure pas moins directement conditionnée par la disponibilité des ressources. Tant pour commercialiser les missions que pour les exécuter, la Société doit disposer d'un gisement de ressources humaines disponibles et bien formées. Les objectifs de croissance organique de la Société impliquent de doubler les effectifs de la Société à l'horizon 2025 ; l'atteinte de ces objectifs sera donc largement dépendante de la capacité de la Société à recruter et retenir ses consultants. L'anticipation des recrutements pratiquée en 2019 (malgré l'impact important sur la rentabilité) est un signe fort du caractère primordial des ressources humaines pour la croissance future de la Société.



---

A cet égard, la Société dispose d'une culture, d'une notoriété et d'un positionnement qui ont sans doute facilité son développement et son recrutement sur le marché français. Or, la croissance anticipée par la Société sur l'horizon 2025 reposera en grande partie sur le développement à l'international et dans des marchés où la Société est peu ou pas présente (par exemple les Etats-Unis où la société vient de s'implanter). Ceci rend la croissance organique à l'international nécessairement plus risquée ou délicate à exécuter. Afin d'atteindre ses objectifs de développement à l'international, la Société pourrait recourir à la croissance externe afin d'acquérir une taille critique sur les marchés où elle est aujourd'hui peu ou pas implantée.

Enfin, la Société a bâti sa croissance récente sur un positionnement innovant tant commercial que technologique, qui constitue selon elle un avantage concurrentiel clé. Afin de maintenir cet avantage clé, la Société pourrait dans le futur avoir recours à des acquisitions ciblées et/ou être amenée à réorganiser, restructurer ses offres afin de rester pertinente pour ses clients (avec les coûts que supposent ces initiatives).

## 2.2. Vie boursière d'Artefact

### 2.2.1. Structure de l'actionariat

L'action *Artefact* est cotée sur le marché *Euronext Growth* à Paris. A la veille de l'annonce de l'Opération, sa capitalisation boursière s'élevait à 187 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des moyennes valeurs (*mid caps*).

Le capital social de la Société est composé au 20 septembre 2021 de 34 150 225 actions ordinaires et 41 808 ADP 2, soit un total de 34 192 033 actions, détenues préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle notamment par :

- des dirigeants et salariés de la Société (18,4 % du capital social)<sup>5</sup> qui comprennent : (i) les deux Fondateurs, (ii) le Président du Conseil d'administration de la Société, (iii) les quatre dirigeants parties au Contrat d'Acquisition<sup>6</sup> et quatre autres dirigeants<sup>7</sup> (les « **Managers Cercle 1** »), (iv) d'autres dirigeants actionnaires de la Société (les « **Managers Cercle 2** »), ainsi que des consultants seniors également actionnaires (actuels ou détenteurs d'AGA non acquises) de la Société (les « **Managers Cercle 3** »),
- des actionnaires institutionnels de long terme (30,7 % du capital social), dont les fonds d'investissement *Fonds Nobel*, *Financière Arbevel*, *Truffle Capital*, *Otus Capital Management* et *Idinvest*,
- des actionnaires proches des dirigeants, familles et amis (16,6 % du capital social).

Le solde du capital est constitué par l'actionariat flottant (34,1 %) et l'auto-détention (0,3 %).

Les ADP 2, les 20 000 BSA et les 2 578 833 actions gratuites non acquises se traduiront par une émission d'un total estimé de 7 683 761 actions ordinaires sous certaines conditions de présence et de performance pour les actions ordinaires non acquises et sous conditions de présence pour les ADP 2. Ainsi :

---

<sup>5</sup> 33,3 % du capital après dilution potentielle provenant des BSA et acquisition définitive des AGA.

<sup>6</sup> Ayant les fonctions de *Managing Partners* de marchés géographiques clé d'*Artefact* : Messieurs Fabrice Henry (France), Pascal Coggia (Royaume-Uni), Edouard de Mézerac (Chine) et Rahul Arya (région Moyen-Orient et Afrique du Nord).

<sup>7</sup> Ayant les fonctions de *Managing Partners* de marchés géographiques clé d'*Artefact* : Messieurs Arnold Struik (Pays-Bas), Hannes Weissensteiner (Allemagne), André Fonseca, et Ghadi Hobeika (Etats-Unis).



- Les ADP 2, émises par décision de l'assemblée générale du 27 juillet 2017, donneront lieu à l'émission d'un montant estimé de 1 604 928 actions ordinaires.
- Les BSA, attribués le 20 juillet 2020, donneront lieu à l'émission d'un montant estimé maximum de 3 500 000 actions ordinaires<sup>8</sup>, en cas d'offre publique sur la Société déposée au plus tard le 25 juin 2023.
- Les 2 578 833 AGA non acquises ont été attribuées dans le cadre de plusieurs plans au cours de l'année 2020 et 2021 et seront définitivement acquises à l'issue d'une période de deux ans (échue au plus tard en avril 2023) sous condition de présence et pour certaines sous conditions de performance.

#### Composition du capital et instrument dilutifs

	Actions ordinaires		Capital social		BSA		AGA non acquises		Total après dilution	
	# parts	ADP 2 # parts	# parts	%	# titres	%	# titres	%	# titres	%
Guillaume de Roquemaurel	1 985 157	12 929	1 998 086	5,8 %	6 667	33,3 %	500 000	19,4 %	4 391 007	10,5 %
Vincent Luciani	1 751 994	11 900	1 763 894	5,2 %	6 667	33,3 %	500 000	19,4 %	4 097 324	9,8 %
François de la Villardière	1 171 510	-	1 171 510	3,4 %	-	-	-	-	1 171 510	2,8 %
Managers Cercle 1	560 190	1 400	561 590	1,6 %	6 666	33,3 %	637 000	24,7 %	2 441 472	5,8 %
Fonds Nobel	5 640 804	-	5 640 804	16,5 %	-	-	-	-	5 640 804	13,5 %
Financiere Arbevel	1 770 000	-	1 770 000	5,2 %	-	-	-	-	1 770 000	4,2 %
Truffle Capital	1 177 535	-	1 177 535	3,4 %	-	-	-	-	1 177 535	2,8 %
Otus Capital Management	1 270 235	-	1 270 235	3,7 %	-	-	-	-	1 270 235	3,0 %
Autres actionnaires <sup>(1)</sup>	2 522 070	11 900	2 533 970	7,4 %	-	-	-	-	2 533 970	6,1 %
<b>Sous total Bloc</b>	<b>17 849 495</b>	<b>38 129</b>	<b>17 887 624</b>	<b>52,3 %</b>	<b>20 000</b>	<b>100 %</b>	<b>1 637 000</b>	<b>63,5 %</b>	<b>24 493 857</b>	<b>58,5 %</b>
Autres Managers Cercle 1	65 000	-	65 000	0,2 %	-	-	147 500	5,7 %	212 500	0,5 %
Managers Cercle 2	464 241	1 776	466 017	1,4 %	-	-	517 000	20,0 %	1 079 836	2,6 %
Managers Cercle 3	246 684	1 903	248 587	0,7 %	-	-	277 333	10,8 %	564 796	1,3 %
Idinvest	626 769	-	626 769	1,8 %	-	-	-	-	626 769	1,5 %
Autres actionnaires <sup>(2)</sup>	3 142 573	-	3 142 573	9,2 %	-	-	-	-	3 142 573	7,5 %
Flottant	11 663 909	-	11 663 909	34,1 %	-	-	-	-	11 663 909	27,9 %
Auto-détention	91 554	-	91 554	0,3 %	-	-	-	-	91 554	0,2 %
<b>Total</b>	<b>34 150 225</b>	<b>41 808</b>	<b>34 192 033</b>	<b>100,0 %</b>	<b>20 000</b>	<b>100,0 %</b>	<b>2 578 833</b>	<b>100,0 %</b>	<b>41 875 794</b>	<b>100 %</b>
Dilution potentielle en actions ordinaires		1 604 928 *			3 500 000		2 578 833		41 875 794	

(1) M. Philippe Rolet (1 367 253 actions), Famille & amis des Fondateurs (1 154 817 actions)

(2) Famille et amis ainsi qu'une détention additionnelle de MM. de Roquemaurel, Luciani et de la Villardière de respectivement 250 000, 250 000 et 150 000 actions

\* Estimation donnée par la banque conseil de la Société (en application de la formule "hors Cas de Sortie") dont nous avons vérifié le caractère raisonnable.

Source: Société

## 2.2.2. Liquidité du titre

### Artefact - Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen pondéré (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
23/07/2021	5,5	133 350	730 758	0,4 %	133 350	730 758	0,4 %	1,1 %
Dernière semaine	5,5	144 770	789 407	0,4 %	723 850	3 947 034	2,1 %	6,2 %
Dernier mois	5,3	131 225	695 332	0,4 %	2 886 950	15 297 315	8,4 %	24,7 %
3 derniers mois	4,9	104 489	507 598	0,3 %	6 791 810	32 993 856	19,9 %	58,2 %
6 derniers mois	4,2	126 906	532 330	0,4 %	16 243 960	68 138 282	47,5 %	139,2 %
12 derniers mois	3,3	139 145	455 090	0,4 %	35 760 180	116 958 093	104,6 %	306,4 %

Source : Capital IQ et analyse Accouracy

\* Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

Sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, les volumes échangés s'élèvent à environ 36 millions d'actions (soit environ 117 m€), soit une rotation du flottant de 3,1x. Les volumes échangés restent donc relativement limités en valeur absolue (455 k€ par jour en moyenne), cependant la rotation rapide du flottant indique que le marché du titre *Artefact* est relativement dynamique pour une société de cette taille.

Seuls trois bureaux d'étude assurent le suivi du titre : *Gilbert Dupont*, *Invest Securities* et *ID Midcaps*.

<sup>8</sup> Fonction du prix proposé dans le cadre de l'offre en question.



---

A titre d'information, nous présentons aussi, en Annexe 3, les données du tableau précédent au 27 septembre 2021.

### **2.2.3. Evolution historique du cours de bourse**

#### Evolution depuis le rapprochement avec NetBooster jusqu'à la veille de l'annonce de l'Offre

Le graphique ci-après présente l'évolution du cours de bourse d'*Artefact* depuis son rapprochement avec *NetBooster* le 27 juillet 2017.

Le cours de bourse d'*Artefact* connaît tout d'abord une phase de relative stabilité entre juillet 2017 et août 2018. Le cours s'établit ainsi à 3,3 € au 31 août 2018, soit un niveau proche de celui observé au moment du rapprochement effectif d'*Artefact* et *NetBooster*, et une évolution en ligne avec celle du marché (l'indice *EuroStoxx 600* est stable sur la même période). Le cours de bourse de la Société reste néanmoins marqué par une forte volatilité autour des annonces de résultats. Ainsi :

- Le 18 octobre 2017, *Artefact* publie ses résultats semestriels 2017. Malgré une hausse de 11,9 % de la marge brute au S1 2017, portée par l'intégration de l'agence *4Ps Marketing* au Royaume-Uni, *NetBooster* affiche un résultat opérationnel négatif (-957 k€), en baisse par rapport au S1 2016. Le cours chute ainsi de 8 % dans les deux jours qui suivent l'annonce.
- Le 25 avril 2018, *Artefact* publie ses résultats annuels 2017. La marge brute s'établit à 47,1 m€, en progression de 15,8 % et l'EBITDA du groupe ressort à 1,7 m€. Le Groupe annonce que l'objectif d'EBITDA au S2 2017 est conforme à l'objectif fixé, car significativement positif, après un premier semestre proche de l'équilibre. Le lendemain de l'annonce, le cours progresse alors de +12,1 %.

Entre septembre 2018 et janvier 2019, les marchés financiers connaissent une période de volatilité importante en raison d'incertitudes relatives au commerce international, à l'évolution des taux d'intérêt et à la croissance mondiale. Le titre *Artefact* amplifie largement les évolutions du marché. Il perd 42 % de sa valeur entre septembre et décembre 2018 (contre une baisse de 12% de l'indice *EuroStoxx 600*), et ceci malgré la publication le 23 octobre de résultats semestriels encourageants tant en termes de croissance que de profitabilité. A l'inverse, sur le mois de janvier 2019, le titre progresse de 40 % (contre une hausse de 6 % de l'indice *EuroStoxx 600*).

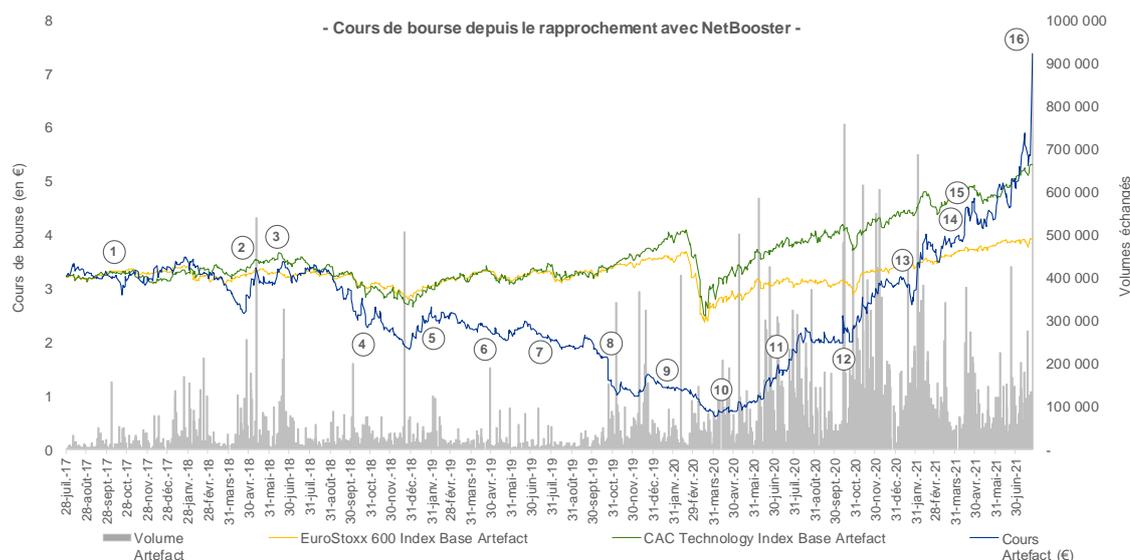
La publication de la marge brute 2018, fin janvier 2019, marque un point d'inflexion. Le titre entame alors une période de sous-performance marquée, à mesure qu'apparaissent un ralentissement de la croissance de la marge brute et l'impact défavorable sur la profitabilité des investissements de recrutement et la restructuration opérationnelle de la Société après son rapprochement avec *NetBooster*. Sur la période février 2019 à mi-février 2020, le cours de bourse d'*Artefact* perd 59 %, pour atteindre 1,1 € (contre une hausse de l'indice *EuroStoxx 600* de 20 % entre ces deux dates). Cette période sera notamment marquée par la chute du cours de 23 % consécutive à la publication, le 24 octobre 2019, des résultats semestriels 2019. A cette occasion, la Société a annoncé qu'elle revoyait ses objectifs de croissance à la baisse et prévoyait désormais qu'elle n'atteindrait son objectif de 100 m€ de marge brute qu'en 2022 (soit deux ans de retard sur le plan initial).

La sous-performance du titre est encore accentuée par la crise boursière d'avril 2020, déclenchée par la pandémie de Covid-19. Le titre *Artefact* perd 44 % entre mi-février et début avril 2020 (contre -28 % pour l'*EuroStoxx 600*) et atteint son plus bas niveau le 3 avril 2020 à 0,61 €.



À compter de cette date et jusqu'à l'annonce de l'Opération, le cours de la Société connaît une hausse très marquée, puisqu'il sera multiplié par 9 (contre une hausse de 49 % de l'indice *EuroStoxx 600* sur la même période). Cette évolution s'explique par la prise en compte progressive par le marché des succès commerciaux de la Société et de la pertinence de son positionnement stratégique. Ainsi, en dépit des réductions significatives de budgets média des annonceurs dans le contexte de la crise sanitaire, l'activité de conseil s'est fortement développée avec la croissance du e-commerce et permet une nette augmentation de la profitabilité. La Société confirmera ces évolutions lors de trois publications :

- Publication de la marge brute du 1<sup>er</sup> semestre 2020 : croissance de 8 % de la marge brute, portée par une croissance de plus de 125 % des activités de conseil.
- Publication des résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2020 : marge d'EBITDAr de 17 % (contre 4,3 % au S1 2019) et objectif pour l'année 2020 revu à la hausse (désormais supérieur à 15 %).
- Publication des résultats annuels 2020 : marge d'EBITDAr de 20 % (supérieure aux attentes) et annonce d'objectifs de croissance annuelle compris entre 15 % et 20 % sur la période 2021-25, avec une marge d'EBITDAr cible comprise entre 22 % et 25 %.



#### **Légende du graphique**

- (1) 18 octobre 2017 : publication des résultats semestriels 2017
- (2) 25 avril 2018 : publication des résultats annuels 2017
- (3) 21 juin 2018 : annonce de 4 contrats majeurs
- (4) 23 octobre 2018 : publication des résultats semestriels 2018
- (5) 30 janvier 2019 : publication de la marge brute 2018
- (6) 25 avril 2019 : publication des résultats annuels 2018
- (7) 24 juillet 2019 : publication de la marge brute du premier semestre 2019
- (8) 24 octobre 2019 : publication des résultats semestriels 2019
- (9) 30 janvier 2020 : publication de la marge brute 2019
- (10) 23 avril 2020 : publication des résultats annuels 2019 (présentation SFAF)
- (11) 23 juillet 2020 : publication de la marge brute du premier semestre 2020
- (12) 27 octobre 2020 : publication des résultats semestriels 2020
- (13) 28 janvier 2021 : publication de la marge brute 2020
- (14) 15 avril 2021 : ouverture d'une filiale aux Etats-Unis

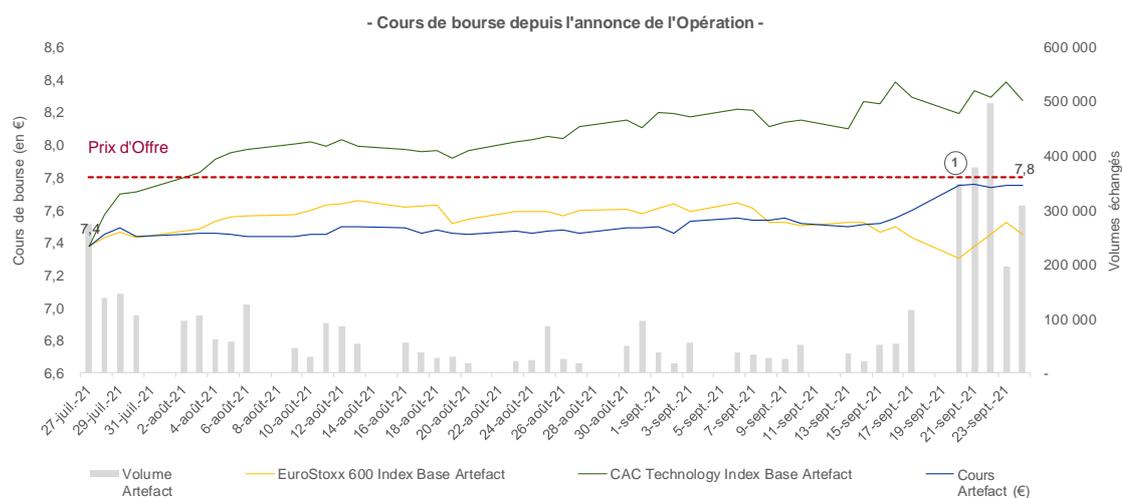


(15) 22 avril 2021 : publication des résultats annuels 2020

(16) 26 juillet 2021 : entrée en négociation d'Artefact avec le fonds d'investissement Ardian en vue d'une prise de participation majoritaire

### Evolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'Opération

L'annonce de l'Opération, le 26 juillet 2021 avant ouverture, s'est accompagnée d'une forte appréciation du cours de bourse (+35 %) pour atteindre 7,4 €, soit un niveau légèrement inférieur au Prix d'Offre de 7,8 € proposé par l'Initiateur. Depuis cette date, le cours ne semble plus régi que par les événements relatifs à la réalisation de l'Offre. Il atteint 7,75 € à la suite de l'annonce de la signature du Contrat d'Acquisition le 21 septembre 2021.



#### Légende du graphique

(1) 20 septembre 2021 : signature du contrat d'acquisition

## 2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques d'Artefact détaillées précédemment (caractéristiques opérationnelles, structure du capital, marché du titre) ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur des actions. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (cours de bourse, prix cibles des analystes financiers, transactions récentes), que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF et comparaisons boursières).

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Opération), nous considérons que si la liquidité observée sur le titre Artefact au cours des douze derniers mois est assez élevée, la taille limitée de la capitalisation boursière de la Société et la forte volatilité du titre rendent particulièrement délicate l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, telle qu'elle sera définie plus loin dans ce rapport<sup>9</sup>.

S'agissant des objectifs de cours des analystes (avant annonce de l'Opération), nous remarquons que la Société est suivie par un nombre très limité d'analystes dont la fréquence de publication est modeste. Les « prix cibles » fournis par les analystes financiers ne constituent donc pas non plus une référence solide pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

<sup>9</sup> Définition en p. 28



---

S'agissant de la méthode DCF, en raison des tendances qui sous-tendent la croissance des marchés sur lesquels opère la Société, il semble pertinent de considérer que le potentiel de croissance dépasse l'horizon des prévisions établies par le Management (2021-2025). Il conviendra donc de retenir une période d'extrapolation afin de prendre en compte un ralentissement progressif de la croissance, période à l'issue de laquelle le flux normatif devra être déterminé.

Dans le même temps, dans un marché très concurrentiel, et compte tenu des risques qui pèsent sur la croissance de la Société (recrutement, développement international, innovation), il est très probable que la Société doive investir en matière de recrutement (hausse de salaire), de croissance externe ou encore doive à terme réorganiser et/ou réinventer ses offres. L'ensemble de ces facteurs va conduire très probablement à une réduction de la rentabilité sur le long terme. Il conviendra donc d'intégrer, dans la détermination du flux normatif, un niveau de rentabilité inférieur à celui attendu à l'issue du Plan d'Affaires. De plus, dans la mesure où les prévisions de marge brute (à court et moyen terme) utilisées dans le cadre de la méthode DCF s'inscrivent dans le périmètre juridique actuel de la Société, il conviendra de retenir une vision prudente de la croissance de la Société, afin de ne pas intégrer implicitement dans l'évaluation l'impact de la croissance externe.

En ce qui concerne la méthode des comparaisons boursières, le positionnement original de la Société, qui offre un portefeuille de services spécifiques, et son stade de développement, marqué par une croissance élevée, rendent *Artefact* difficilement comparable aux autres sociétés du secteur, dont les profils de marge opérationnelle et de croissance à moyen terme diffèrent assez nettement de ceux de la Société. Dès lors, cette méthode ne peut être appliquée de manière totalement satisfaisante et les conclusions issues de cette méthode doivent être appréciées avec prudence.

Pour les mêmes raisons, la méthode des transactions comparables se heurte à la difficulté d'identifier des transactions comparables récentes ayant impliqué des acteurs similaires à *Artefact*. Pour les mêmes raisons, la méthode ne permet pas de conclure de façon satisfaisante sur la Valeur Intrinsèque de la Société.

Enfin, la Société a émis des instruments donnant accès au capital (BSA, ADP 2 et actions gratuites) et pouvant ainsi, entraîner la création d'un nombre important d'actions ordinaires supplémentaires. Il existe deux approches équivalentes pour tenir compte de l'impact dilutif de ces instruments dans la détermination de la Valeur Intrinsèque par action de la Société.

- La première approche consiste à déterminer la valeur de l'ensemble des capitaux propres de la Société puis à retrancher successivement la valeur estimée de chacun des instruments donnant accès au capital afin d'obtenir la valeur des actions ordinaires. Cette valeur est enfin divisée par le nombre d'actions ordinaires existantes à la date de l'évaluation (c'est-à-dire, en ne tenant pas compte des actions ordinaires qui pourraient être créées en raison de ces instruments).
- La seconde approche consiste à considérer que la dilution est intervenue à la date de l'évaluation. Il convient donc d'estimer le nombre d'actions ordinaires susceptibles d'être créées puis de diviser la valeur de l'ensemble des capitaux propres de la Société (en tenant compte des éventuels produits de souscription) par un nombre d'actions ordinaires intégrant l'estimation du nombre d'actions susceptibles d'être créées, ceci afin d'obtenir enfin la valeur unitaire d'une action ordinaire.

Par commodité, et considérant que la dilution engendrée par les instruments susmentionnés était quasi-certaine et par conséquent facile à estimer, nous avons retenu la seconde approche.



---

Dans l'ensemble des méthodes d'évaluation que nous avons mises œuvre, nous avons retenu (i) une dilution maximale de 7 683 761 actions (portant ainsi le nombre d'actions ordinaires à 41 784 240, hors actions auto-détenues) :

- 3 500 000 actions résultent de l'exercice des BSA en application de la formule sur la base du Prix d'Offre,
- 1 604 928 actions résultent de la conversion des ADP 2 en application de la formule de conversion applicable hors Cas de Sortie<sup>10</sup>,
- 2 578 833 actions résultent de l'acquisition définitive des AGA non encore acquises,

et (ii) intégré le produit de souscription des actions nouvelles émises résultant de l'exercice des BSA (1 € par action souscrite, soit un total de 3,5 m€) au sein des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

---

<sup>10</sup> Estimation donnée par la banque conseil de la Société dont nous avons pu vérifier le caractère raisonnable.



---

## 3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après une description des principales caractéristiques de l'Offre et des effets attendus de l'Opération pour *Artefact*, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

### 3.1. Description de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec *BidSky*

#### 3.1.1. Description de l'Offre

Comme indiqué précédemment, au terme d'un processus de cession compétitif initié au premier semestre 2021 et remporté par *Ardian*, les principaux actionnaires de la Société, à savoir M. François de la Villardière, Président du Conseil d'administration d'*Artefact*, les co-fondateurs et co-dirigeants d'*Artefact*, MM. Vincent Luciani, et Guillaume de Roquemaurel (le « **Management** »), ainsi que certains actionnaires de référence, dont les fonds d'investissement *Fonds Nobel*, *Financière Arbevel*, *Truffle Capital* et *Otus Capital Management*, quatre dirigeants<sup>11</sup> de la Société, ainsi que des actionnaires minoritaires, ont conclu le 17 septembre 2021, un contrat d'acquisition au profit de *BidSky*. En vertu du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur a acquis :

- (i) une participation majoritaire dans *Artefact* représentant 50,36 % du capital, au prix de 7,80 € par action,
- (ii) l'intégralité des 20 000 BSA émis par la Société, au prix de 1 190 € par BSA.

Par ailleurs, l'Initiateur a acquis une participation complémentaire, représentant 1,84 % du capital d'*Artefact* le 4 octobre 2021.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Artefact*, *BidSky* va déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée sur le solde du capital de la Société au prix de 7,80 € par action.

*BidSky* a en outre indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires d'*Artefact* ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote d'*Artefact*.

#### 3.1.2. Effets attendus du rapprochement avec *BidSky*

L'Initiateur, en tant qu'actionnaire financier, a pour objectif d'accompagner le développement et la croissance, notamment géographique, d'*Artefact*. Celui-ci a indiqué par ailleurs qu'il n'avait pas l'intention de modifier les orientations stratégiques et le modèle opérationnel de la Société.

Par conséquent, les synergies issues directement du rapprochement d'*Artefact* et *BidSky* et de l'Opération sont nécessairement limitées. A cet égard, nous relevons que la sortie de bourse va

---

<sup>11</sup> Ayant les fonctions de *Managing Partners* de quatre pays clé d'*Artefact* : Messieurs Fabrice Henry (France), Pascal Coggia (Royaume-Uni), Edouard de Mézerac (Chine) et Rahul Arya (Etats-Unis).

---

permettre à la Société de faire l'économie des coûts liés à la cotation, soit un montant estimé par la Société à environ 200 k€<sup>12</sup> par an.

### **3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectifs du présent rapport d'expertise**

L'analyse de l'Offre fait apparaître deux caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) obligatoire, qui intervient à la suite de l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc de contrôle, et (ii) qui est susceptible, sous certaines conditions, de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre.

Premièrement, l'Offre est une offre « obligatoire » en ce sens qu'elle est lancée, conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition d'un bloc de titres représentant plus de 50 % du capital. Si le lancement de l'Offre est obligatoire pour l'Initiateur, les actionnaires de la Société non impliqués dans le Contrat d'Acquisition et visés par l'Offre n'en restent pas moins libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs actions.

Deuxièmement, l'Offre est susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels. En effet, dans le cas où l'Offre serait plébiscitée par le marché (plus précisément, dans le cas où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote), l'Initiateur a indiqué qu'il se réservait la possibilité de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

La désignation d'un expert indépendant est dès lors requise par la réglementation boursière pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, comme nous l'avons rappelé, les Vendeurs ont conclu avec l'Initiateur un contrat d'acquisition, en date du 17 septembre 2021, portant sur les titres qu'ils détiennent. En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis un bloc représentant 50,36 % du capital de la Société le 29 septembre 2021. A la date du dépôt de l'Offre, sur les six membres du Conseil d'administration de la Société<sup>13</sup>, quatre sont directement ou indirectement parties au Contrat d'Acquisition<sup>14</sup>. Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise, car l'Offre est susceptible de générer, au sein du Conseil d'administration de la société cible, des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre (article 261-1, alinéa I-1°). Il y a également lieu d'examiner les conditions financières des différents accords que les principaux actionnaires de la Société, les Fondateurs et certains dirigeants de la Société ont conclus avec l'Initiateur, préalablement à l'Offre, et de s'interroger sur l'impact éventuel de ces accords sur l'équité des conditions financières de l'Offre (article 261-1, alinéas I-2°, 4°).

Ensuite, dès lors que le retrait obligatoire des actions visées est envisagé par l'Initiateur de l'Offre, la société cible doit obligatoirement désigner un expert indépendant (Règlement général de l'AMF, article 261-1, alinéa II).

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise poursuit trois objectifs : (i) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts, (ii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans le contexte d'une offre obligatoire, et (iii)

---

<sup>12</sup> Les coûts économisés estimés correspondent aux frais de cotation ainsi qu'aux honoraires juridiques et d'audit.

<sup>13</sup> Après nomination d'un administrateur représentant *Ardian*.

<sup>14</sup> A savoir *Ardian France S.A.*, représentée par Mme Arnaud-Battandier, MM. de la Villardière, de Roquemaurel et Luciani.

---

s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

Enfin, à travers l'évaluation indépendante des titres de la Société, ce rapport vise également à éclairer les administrateurs indépendants de la Société sur l'intérêt que l'Offre présente d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires.

### **3.3. Modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre**

#### **3.3.1. Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les dirigeants et actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération**

L'Initiateur a conclu un certain nombre d'accords avec les dirigeants et actionnaires de la Société :

- une promesse irrévocable d'achat conclue le 25 juillet 2021 par les Vendeurs et l'Initiateur (la « **Promesse d'Achat** »),
- le Contrat d'Acquisition, daté du 17 septembre 2021,
- des promesses unilatérales de vente et d'achat relatives aux ADP 2 et aux AGA détenues par le Président du Conseil d'administration et les Fondateurs, datées du 17 septembre 2021,
- un pacte d'actionnaires, en date du 29 septembre 2021, conclu notamment entre *Ardian Expansion*, le Co-Investisseur Financier et les Fondateurs (le « **Pacte d'Actionnaires** »).

Outre le prix d'acquisition du bloc de contrôle, qui sera analysé ci-après dans le cadre de l'examen du Prix d'Offre (cf. sections 3.3.2 et 3.3.3), ces accords définissent également :

- les mécanismes de liquidité offerts aux porteurs d'ADP 2 et d'AGA émises par la Société,
- les modalités de réinvestissement des Fondateurs et de certains dirigeants de la Société,
- la gouvernance de *TopSky*.

Dans une lettre d'affirmation, le Management nous a confirmé que, à sa connaissance, il n'existait pas d'autres accords avec les différentes parties prenantes à l'Offre et susceptibles d'influer sur les conditions financières de l'Offre.

#### Mécanisme de liquidité relatif aux AGA

L'Initiateur, d'une part, et le Président du Conseil d'administration de la Société, les Fondateurs et les Managers Cercle 1, d'autre part, ont conclu des promesses d'achat (options de vente) et de vente (options d'achat) croisées selon lesquelles, le Président du Conseil d'administration de la Société, les Fondateurs et les Managers Cercle 1 céderont (i) les actions résultant de la conversion de leurs ADP 2, ainsi que (ii) les actions attribuées gratuitement qui n'ont pas été cédées au moment de l'Acquisition du Bloc pour des raisons juridiques (période d'acquisition et/ou de détention non échue) ou fiscales.

L'Initiateur nous a confirmé que ce mécanisme sera étendu dans des termes identiques à l'ensemble des porteurs d'ADP2 ou d'AGA non parties au Contrat d'Acquisition (à savoir certains Managers Cercle 2 et Managers Cercle 3).

---

S'agissant des AGA, un maximum de 3 263 166 titres sont concernés (2 578 833 actions gratuites non acquises et 684 333 actions ne pouvant être cédées ou apportées à l'Offre). Le prix de cession qui sera reçu par les Fondateurs, les Managers Cercle 1, les Managers Cercle 2 et les Managers Cercle 3, en résultat de l'exercice de ces promesses, sera déterminé comme suit :

- Si l'exercice de la promesse intervient dans les douze mois suivants le règlement-livraison de l'Offre, le prix de cession unitaire correspondra au Prix d'Offre.
- Si l'exercice de la promesse intervient postérieurement à cette période de douze mois, le prix de cession unitaire sera déterminé sur la base d'une formule prenant en compte, le multiple implicite d'acquisition des actions *Artefact*, l'EBITDA consolidé de la Société au cours des quatre derniers trimestres clos précédant la date à laquelle les AGA sont devenues cessibles, ainsi que la dette financière nette arrêtée au dernier mois clos précédant cette même date.

A titre d'information, en prenant les contraintes juridiques et fiscales et en retenant la date d'exercice des options la plus tardive prévue par les promesses<sup>15</sup>:

- 2 526 666 AGA seront effectivement acquises par l'Initiateur au Prix d'Offre (en ce compris l'intégralité des AGA détenues par les Fondateurs).
- 736 500 AGA seront effectivement acquises sur la base du prix déterminé selon la formule susmentionnée (la dernière acquisition intervenant au plus tard début juin 2023).

Il apparaît que le multiple d'EBITDA de la formule a été déterminé sur la base du Prix d'Offre et d'un niveau d'EBITDA en ligne avec ceux anticipés par la Société dans le Plan d'Affaires pour l'exercice 2022. Par conséquent, et à supposer que la performance de la Société soit en ligne avec le Plan d'Affaires, la valeur par action qui sera calculée en application de la formule (entre fin 2022 et début 2023), sur la base de l'EBITDA des quatre derniers trimestres clos, sera par construction cohérente avec le Prix d'Offre.

Il convient de noter qu'en vertu du mécanisme, les porteurs d'AGA qui bénéficieront du mécanisme de liquidité postérieurement à la période de 12 mois après le règlement-livraison de l'Offre, resteront inévitablement exposés à la performance de la Société. Ils supporteront donc ce risque de performance à la hausse comme à la baisse (selon que la Société dépasse ou non pas les niveaux d'EBITDA 2022 et 2023 anticipés dans le Plan d'Affaires).

Par conséquent, le mécanisme de liquidité dans son ensemble (qu'il se traduise par le rachat au Prix d'Offre ou au Prix déterminé par la formule) ne confère pas selon nous d'avantage particulier aux porteurs d'AGA.

#### Mécanisme de liquidité relatif aux ADP 2

S'agissant des ADP 2, ces instruments sont convertibles en actions ordinaires sur décision des porteurs d'ADP 2 (à la majorité des deux tiers) dans deux cas :

- 1<sup>er</sup> cas : au cours d'une période de conversion comprise entre le 1<sup>er</sup> juin 2021 et le 30 juin 2022, et ceci selon une parité déterminée selon une première formule inscrite dans les statuts de la Société, correspondant au « **Cas Hors Sortie** »<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> Soit au terme de la période d'exercice de 30 jours de l'option d'achat détenue par l'Initiateur, débutant elle-même deux jours ouvrés après la fin de la période d'exercice de 30 jours de l'option de vente détenue par les porteurs d'AGA (période de 30 jours ayant elle-même débuté le jour où les AGA deviennent effectivement cessibles).

<sup>16</sup> La formule initiale a été ajustée lors de l'Assemblée Générale Mixte du 15 janvier 2018 (8<sup>ème</sup> résolution).

- 
- 2<sup>nd</sup> cas : en cas de cession du contrôle de la Société ou en cas de projet d'offre publique d'acquisition et/ou d'échange visant les titres de la Société (le « **Cas de Sortie** »), et ceci selon une seconde formule également inscrite dans les statuts de la Société.

Les deux formules sont identiques dans leur structure, et donnent lieu à un nombre d'actions ordinaires dépendant du niveau performance de la Société, apprécié différemment dans chacune des formules. La première formule se fonde sur une mesure de l'accroissement de l'EBITDA de la Société par rapport à un niveau de référence, tandis que la seconde se fonde sur une mesure de l'accroissement de la valeur de la Société induite par le prix proposé dans le cadre du Cas de Sortie par rapport à une valeur de référence.

Il apparaît que la première formule pourrait être plus avantageuse pour les porteurs d'ADP 2 encore présents dans la Société que la formule correspondant au Cas de Sortie<sup>17</sup>. En effet, les deux ratios de performance sont calculés sur la base d'un écart en pourcentage entre (i) un EBITDA de référence et un EBITDA implicite pour la première formule et (ii) le prix d'acquisition ou de souscription unitaire des actions ordinaires dans le cadre de la sortie et un cours de bourse implicite. La première formule semble donc être plus avantageuse dans la mesure où l'écart mesuré est plus important dans la première formule. Aussi, les porteurs d'ADP 2 ont expressément renoncé, par décision majoritaire en date du 4 octobre 2021, à bénéficier du droit de conversion attaché au Cas de Sortie constitué par l'Offre.

Les actions *Artefact* émises sur conversion des ADP 2 seront alors rachetées dans les mêmes conditions que celles décrites plus haut pour les AGA. Etant donné que la conversion des ADP 2 interviendra au plus tard le 30 juin 2022, l'exercice des options interviendra dans les 12 mois suivant le règlement-livraison de l'Offre. Par conséquent, les actions nouvellement émises sur conversion des ADP 2 seront cédées à l'Initiateur sur la base du Prix d'Offre.

En conclusion, le mécanisme de liquidité n'introduit pas d'inégalité de traitement entre les porteurs d'ADP 2 et les porteurs d'actions ordinaires.

#### Mécanisme de réinvestissement

Le Contrat d'Acquisition prévoit que les Fondateurs et les Managers Cercle 1 réinvestissent une fraction du produit de cession de leurs titres *Artefact* aux côtés des Investisseurs Financiers, sous la forme d'un apport d'actions ordinaires et de BSA à *TopSky*. En contrepartie de ces apports, les Fondateurs et les Managers Cercle 1 souscriront, aux côtés des Investisseurs Financiers et aux mêmes prix unitaires, à :

- des actions ordinaires émises par *TopSky* (« **AO TopSky** ») ,
- le cas échéant, des actions de préférence (« **ADP 1** »), actions à dividende précipitaire cumulatif capitalisable annuellement au taux de 8 % de leur prix de souscription et converties automatiquement en actions ordinaires en cas de changement de contrôle, d'introduction en bourse ou de liquidation de *TopSky* (« **l'Événement Déclencheur** »), selon une proportion déterminée en fonction du multiple de l'investissement (*Multiple Of Investment*, ou « **MOI** ») réalisé par les associés considérés dans leur ensemble (« **MOI Associés** ») à l'occasion de l'Événement Déclencheur.

---

<sup>17</sup> Par l'émission de 1,6 m d'actions ordinaires de la Société soit 1,0 m d'actions de plus que selon la formule applicable en Cas de Sortie appliquée dans le cadre de l'Offre.



---

Nous notons que M. de Roquemaurel bénéficiera en outre d'une attribution gratuite d'ADP 1 conditionnée à la réalisation de conditions de présence et de performance financière d'*Artefact* au cours des deux années suivant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

Le mécanisme de réinvestissement sera élargi à :

- d'autres dirigeants actionnaires de la Société (ou Managers Cercle 2),
- des consultants seniors actionnaires ou non de la Société (ou Managers Cercle 3),

qui pourront chacun apporter à *TopSky* les titres qu'ils détiennent dans la Société sur la base d'un prix égal au Prix d'Offre.

Le nombre d'actions ordinaires issu de la conversion des ADP 1 en cas d'Evènement Déclencheur a été déterminé de telle sorte que :

- Dans les cas où le MOI Associés est supérieur à 1,5x, le nombre d'actions ordinaires obtenu décroît progressivement pour devenir nul lorsque le MOI Associés excède 4,5x (ce qui signifie que la dilution supportée par les porteurs d'actions ordinaires du fait de la conversion des ADP 1 est d'autant plus faible que le projet aura bien performé) ;
- Dans les cas où le MOI Associés est inférieur à 1,5x, le fait que la totalité des ADP 1 ne soient pas converties en actions ordinaires et bénéficient du dividende préciputaire de 8 %, confère aux détenteurs d'ADP 1 une protection à la baisse.

En d'autres termes, les porteurs d'ADP 1 verront leur performance progressivement limitée à 8 % par an, sur une fraction croissante de leur investissement dès lors que le MOI Associés dépasse 1,5x, ce qui permettra aux porteurs d'actions ordinaires de bénéficier d'une fraction de la valeur de *TopSky* supérieure à la quote-part initialement détenue dans le capital. A l'inverse, dans les cas de performance moins favorables, les porteurs d'ADP 1 seront relativement protégés, au détriment des porteurs d'actions ordinaires.

Dès lors, c'est la proportion d'ADP 1 et d'actions ordinaires souscrites par chaque associé qui déterminera le couple rentabilité/risque de l'investissement réalisé par celui-ci. Ainsi :

- Les Investisseurs Financiers souscrivent aux ADP 1 à hauteur de 75 % de leur investissement total.
- Les Managers Cercle 1 et les Managers Cercle 2 investissent uniquement en actions ordinaires, et sont par conséquent les plus exposés à la performance d'*Artefact* (à la hausse, comme à la baisse).
- Les Managers Cercle 3 se voient proposer d'investir pour moitié en actions ordinaires et pour moitié en ADP 1. Ils sont donc moins exposés à la performance d'*Artefact* que les Managers Cercle 1 et les Managers Cercle 2.
- MM. de Roquemaurel et Luciani investissent quant à eux respectivement à près de 60 % et 90 % en actions ordinaires, ce qui reflète (i) leur volonté de protéger une partie de leur capital (compte tenu des montants importants réinvestis) et (ii) un contexte de transition managériale qui verra M. Luciani assurer la direction effective de la société et M. de Roquemaurel assurer des fonctions plus stratégiques.

De ce fait, l'investissement réalisé par M. Luciani présente une rentabilité proche, mais inférieure, à celle de l'investissement réalisé par les Managers Cercle 1 et les Managers Cercle 2. L'investissement réalisé par M. de Roquemaurel présente quant à lui un profil de risque supérieur à celui des Investisseurs Financiers, mais inférieur à celui de M. Luciani et *a fortiori* des Managers Cercle 1 et Managers Cercle 2.

---

Afin de nous assurer du caractère équitable du point de vue des Actionnaires Minoritaires, des termes du mécanisme de réinvestissement, nous avons mené les diligences suivantes :

- vérification que les apports d'actions et BSA *Artefact* étaient bien réalisés sur la base du Prix d'Offre (« **Analyse 1** »),
- vérification du caractère raisonnable de la valeur unitaire des instruments émis en rémunération desdits apports (« **Analyse 2** »),
- comparaison des rentabilités offertes à l'ensemble formé par les Fondateurs, Managers Cercle 1, Managers Cercle 2 et Managers Cercle 3 (les « **Fondateurs & Managers** ») avec les rentabilités offertes aux managers dans le cadre d'opérations de *Leverage Buy Out* (ou LBO) récentes dans lesquelles *Accuracy* est intervenue (« **Analyse 3** »),
- analyse spécifique de la situation de M. de Roquemaurel en raison de l'attribution gratuite d'ADP 1 dont il bénéficie en analysant la rentabilité ainsi offerte au regard de celle promise aux autres Fondateurs & Managers (« **Analyse 4** »),

#### **Analyse 1 :**

S'agissant des apports des actions et BSA *Artefact* à *TopSky*, nous avons pu vérifier que ceux-ci ont été réalisés, conformément au Contrat d'Acquisition, à un prix égal au Prix d'Offre pour les actions ordinaires *Artefact* et à un prix strictement cohérent avec le Prix d'Offre pour les BSA (tel que démontré en section 3.3.2).

#### **Analyse 2 :**

S'agissant des valeurs unitaires des titres émis en rémunération des apports, nous avons pu constater tout d'abord que la valeur de référence de l'ensemble des titres émis par *TopSky* correspondait par transparence à la valeur des actions *Artefact* induite par l'Offre, déduction faite de la dette d'acquisition de *TopSky* et des frais engagés par celle-ci.

Par ailleurs, nous avons pu également constater que la valeur unitaire des ADP 1 avait fait l'objet d'un rapport d'évaluation par un tiers indépendant. Nous avons également mené nos propres travaux qui confirment le caractère raisonnable de la valeur retenue pour les ADP 1 (et par transparence pour les AO *TopSky*).

Au terme de ces deux premières analyses, il est possible de conclure que les apports effectués (ou qui seront effectués) par les Fondateurs & Managers ont été réalisés sur la base du Prix d'Offre et que le nombre de titres (AO *TopSky* et ADP 1) reçus en échange traduit une estimation raisonnable de la valeur de ces titres.

#### **Analyse 3 :**

S'agissant de la comparaison des rentabilités offertes par le mécanisme de réinvestissement avec les rentabilités observées dans le cadre d'opérations de *Leverage Buy Out* (ou LBO) récentes, nous avons étudié 18 opérations comparables sur lesquelles *Accuracy* est intervenu au cours des six derniers mois.<sup>18</sup>

Il ressort de cette analyse que :

- Le MOI promis aux Fondateurs & Managers, exprimé en proportion du MOI Associés, est cohérent avec le MOI promis aux managers dans les opérations où la part du

---

<sup>18</sup> Sur les 52 missions d'évaluation de *management package* réalisées au cours des six derniers mois, nous avons exclu 34 missions de mise à jour d'évaluations précédentes, pour ne retenir que les 18 missions réalisées au moment de la mise en place initiale de tels mécanismes.

---

réinvestissement des managers est importante (supérieure à 15 % de l'investissement total des associés).

- Le MOI promis aux Managers Cercle 1 et Managers Cercle 2, exprimé en proportion du MOI Associés, se situe dans le milieu de fourchette des MOI promis aux managers dans les opérations récentes.

Par conséquent, nous en concluons que le mécanisme de réinvestissement dans son ensemble (en ce compris l'attribution gratuite d'ADP 1 à M. de Roquemaurel) est en ligne avec les pratiques de marché observées dans des opérations similaires récentes.

#### **Analyse 4 :**

Comme mentionné précédemment, M. de Roquemaurel bénéficiera, en vertu des accords conclus avec l'Initiateur, d'une attribution gratuite d'ADP 1 (les « **ADP 1 Gratuites** »).

Nous notons, tout d'abord, que les ADP 1 Gratuites sont soumises à la réalisation de conditions de présence et de performance financière d'*Artefact* au cours des deux années suivant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

En conséquence, ces ADP 1 doivent être considérées comme partie intégrante du mécanisme d'intéressement des dirigeants mis en place par les Investisseurs Financiers, dans le cadre du Réinvestissement et dont nous avons déjà vérifié (cf. Analyse 3) qu'il n'avait pas été octroyé au détriment des Actionnaires Minoritaires.

Ces ADP 1 gratuites ont une valeur brute totale de 1 270 000 euros sur la base du prix d'émission. En retenant une décote forfaitaire de 30 % pour tenir compte de l'existence de conditions de présence et de performance, leur valeur ressortirait à 890 k€.

Nous notons également que l'attribution des ADP 1 Gratuites n'entraîne pas d'anomalie de performance au regard de la performance obtenue par les différentes catégories d'associés. Ainsi la performance prévisionnelle de M. de Roquemaurel (MOI) se situe toujours entre celle des Investisseurs Financiers et celles de M. Luciani (et *a fortiori* celles des Managers Cercle 1 et Managers Cercle 2).

En conclusion, compte tenu du fait (i) que les ADP 1 Gratuites sont assorties de conditions de performance et font donc partie du mécanisme d'intéressement des dirigeants, (ii) qu'elles ne modifient pas sensiblement les profils de risque/rendement au sein des associés de *TopSky*, nous considérons que cette attribution n'est pas de nature à avoir biaisé les conditions financières de l'Offre, du point de vue des Actionnaires Minoritaires.

#### Pacte d'Actionnaires *TopSky*

Nous n'avons pas identifié d'avantage particulier pour les Fondateurs et les Managers Cercle 1 qui résulterait de la signature du Pacte d'Associés. Celui-ci prévoit notamment :

- M. de Roquemaurel pourra être membre du Conseil de Surveillance aussi longtemps qu'il détiendra des titres *TopSky*,
- une clause d'agrément en cas de projet de transfert de titres avec rachat par la société *TopSky* sur la base d'un prix déterminé sur la base d'un multiple d'EBITDA de 10 x, soit un niveau inférieur de près de 30 % à celui induit par l'Offre,
- un droit de préemption de premier rang au profit des Fondateurs, de deuxième rang au profit des autres dirigeants directement ou indirectement via les *Mancos* (véhicules de

---

réinvestissement des dirigeants), et de troisième rang au profit des Investisseurs Financiers en cas de cession de titres *TopSky* par l'un des Fondateurs ou par l'un des dirigeants autres qu'un Fondateur,

- un droit de sortie conjointe proportionnelle ou totale permettant aux Fondateurs et aux autres dirigeants, en cas de transfert de titres *TopSky* par *Ardian Expansion*, de céder un nombre de titres *TopSky* proportionnel au nombre de titres *TopSky* transférés par *Ardian Expansion* ou, en cas de transfert du contrôle de *TopSky* par l'Investisseur, l'intégralité des titres *TopSky*.

### **3.3.2. Caractère équitable du Prix dans le seul cadre de la présente Offre**

Comme indiqué plus haut, l'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc de contrôle représentant 50,36 % du capital de la Société au prix de 7,80 € par action et de 20 000 BSA au prix unitaire de 1 190 €.

En raison de la réglementation boursière, la présente Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur. En revanche, du point de vue des Actionnaires Minoritaires destinataires de l'Offre, il s'agit d'une offre « facultative » à laquelle ces actionnaires sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs actions.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'offre repose sur le seul principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires, comme attesté par les conditions imposées sur la fixation du prix d'offre dans le Règlement Général de l'AMF : « *Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* » (article 234-6).

Sur cette base, on peut d'ores et déjà conclure que, dans le seul cadre de la présente Offre, le Prix d'Offre de 7,80 € est équitable pour les Actionnaires Minoritaires, puisqu'il est égal au prix unitaire reçu par les Vendeurs pour la cession de leurs actions ordinaires.

Nous avons également vérifié que le prix unitaire de 1 190 € reçu par certains Vendeurs pour la cession de leur BSA était cohérent avec le Prix d'Offre offert aux porteurs d'actions ordinaires.

En effet, en cas d'offre publique, chaque BSA permet la souscription de 175 actions ordinaires au prix de 1,00 € par action ordinaire sous-jacente. Compte tenu du Prix d'Offre de 7,80 €, le prix d'acquisition unitaire des BSA (soit 1 190 €) est strictement égal à la contrevaletur qui aurait été reçue, si les Vendeurs avaient exercé leurs BSA et apporté à l'Offre les actions ordinaires ainsi souscrites, soit  $(7,80 \text{ €} - 1,00 \text{ €}) \times 175 = 1 190 \text{ €}$ .

### **3.3.3. Caractère équitable du Prix dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire**

Conformément à la réglementation boursière, dans l'hypothèse où les actionnaires d'*Artefact* n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote<sup>19</sup> d'*Artefact*, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs titulaires sur la base du Prix d'Offre.

---

<sup>19</sup> A l'exception des actions auto-détenues par la Société, des ADP 2 et des actions gratuites faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité.

---

Dans ce cas, le Prix d'Offre est donc aussi un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le management en place (ci-après « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).
- (ii) Les synergies attendues directement de l'Opération n'étant pas significatives, il n'est pas nécessaire de vérifier formellement que le Prix d'Offre intègre tout ou partie de celles-ci. En revanche, le Prix d'Offre doit intégrer la valeur des titres de la Société dans des scénarios alternatifs (par exemple, arbitrage d'actifs ou de branches d'activité, cession du contrôle de la Société). Plus précisément, ce prix doit refléter la valeur des titres obtenue en pondérant chacun des scénarios considérés (y compris celui défini par la Valeur Intrinsèque) par leur probabilité d'occurrence respective.

La section 4 du présent rapport s'intéresse à la première considération en procédant à l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Artefact*, conformément aux prescriptions de la réglementation boursière en pareilles circonstances.

S'agissant des scénarios alternatifs à considérer dans le cas d'espèce, nous considérons que le seul scénario envisageable est celui d'une cession du contrôle de la Société par l'Initiateur à un horizon de 3 à 5 ans. Cette cession pourrait intervenir soit auprès d'un autre acquéreur financier, auquel cas les synergies (et la prime de contrôle qui en découle) seraient là encore limitées, soit auprès d'une société du secteur. Dans ce dernier cas, nous considérons que l'activité d'*Artefact*, qui repose essentiellement sur le capital humain, rend les synergies nécessairement limitées et/ou difficiles à mettre en œuvre. Par conséquent, la prime de contrôle qui serait retirée par l'Initiateur en cas de cession du contrôle serait là encore limitée<sup>20</sup>. Fort de ce constat, il n'est donc pas nécessaire d'observer que le Prix d'Offre extériorise une prime importante par rapport à la Valeur Intrinsèque pour conclure que ce prix serait équitable dans le contexte d'un retrait obligatoire.

---

<sup>20</sup> Ceci semble d'ailleurs confirmé par le fait que, bien que le processus compétitif ait impliqué des acteurs majeurs du secteur du conseil aux entreprises, ceux-ci n'aient pas pu ou souhaité offrir un prix d'acquisition supérieur à celui proposé par *Ardian Expansion*.



---

## 4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des titres *Artefact*

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Artefact*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation AMF 2006-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

### 4.1. Estimation de la valeur fondée sur les références d'évaluation disponibles

#### 4.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable par action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives futures de croissance et de rentabilité de la Société.

Pour mémoire, au 31 décembre 2020, l'actif net comptable part du groupe de la Société s'établissait à 48,4 m€, soit 1,4 € par action avant dilution et 1,2 € par action après dilution. Au 30 juin 2021, sur la base du dernier arrêté comptable non audité, il ressort à 50,4 m€, soit 1,5 € par action avant dilution et 1,2 € par action après dilution.

#### 4.1.2. Cours de bourse

Comme indiqué précédemment, les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre *Artefact* ne nous semblent pas totalement réunies. En dépit d'une rotation importante du flottant (3,1x sur les 12 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre) et d'une communication financière non négligeable (notamment sur les perspectives financières), le suivi par les analystes et les volumes échangés en valeur absolue restent relativement limités étant donné la taille de la Société.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne constitue pas une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société compte tenu de la faiblesse des volumes échangés.

A titre d'information, le Prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de 42 % par rapport au cours *spot* la veille de l'annonce de l'Opération et une prime de 61 % par rapport aux cours moyens pondérés sur les 3 mois précédant l'annonce de l'Opération. Le Prix d'Offre est également supérieur au maximum enregistré sur les 12 derniers mois précédant l'annonce de l'Opération (5,9 € le 14 juillet 2021).

#### 4.1.3. Prix cible des analystes financiers

Le titre *Artefact* est suivi par trois sociétés d'analyse financière, *Gilbert Dupont*, *Invest Securities* et *ID Midcaps*. A noter que *Gilbert Dupont* assure la liquidité du titre en qualité de *liquidity provider*.

Le tableau ci-après présente les derniers prix cibles communiqués par les analystes dans leurs dernières notes respectives publiées avant l'annonce de l'Opération.

#### Artefact - Prix cibles et recommandations avant annonce de l'Opération

Analyste	Date	Recommandation	Cours (en €)		
			Veille de la publication	Prix cible	Upside / downside
Gilbert Dupont	23-juil.-21	Acheter	5,50	6,70	21,8 %
Invest Securities	23-juil.-21	Acheter	5,50	6,50	18,2 %
ID Midcaps	23-juin-21	Acheter	4,52	8,00	77,0 %
<b>Moyenne</b>				<b>7,07</b>	

Source : Bloomberg et notes de brokers

L'analyse comparée du cours de bourse de la société *Artefact* et des prix cibles des analystes financiers avant Opération montre que ces derniers se positionnent à l'achat sur le titre *Artefact* en affichant des prix cibles supérieurs aux cours de bourse.

Le Prix d'Offre fait ressortir des primes par rapport aux objectifs de cours publiés avant annonce de l'Offre par deux bureaux d'étude : 16,4 % par rapport à l'objectif de cours de Gilbert Dupont et 20,0 % par rapport au dernier prix cible communiqué avant l'annonce de l'Opération.

En revanche, *ID Midcaps* affichait fin juin 2021 un prix cible bien plus élevé que le cours de bourse observé la veille de la publication de la note et légèrement supérieur au prix d'Offre. Nous notons cependant que : (i) ce bureau d'étude assure un suivi moins régulier du titre<sup>21</sup>, (ii) la note en question n'intègre aucun élément nouveau significatif et se fonde essentiellement sur les objectifs de marge et de croissance fixés par le Management deux mois plus tôt dans le cadre du plan stratégique 2021-2025, et (iii) l'objectif de cours affiché de 8,0 €, déterminé à l'aide de méthode DCF, reflète sans doute un scénario optimiste (atteinte des objectifs du plan 2021-2025 et poursuite de la croissance de 5 % par an au-delà de cet horizon) sans pour autant intégrer explicitement le risque spécifique associé à un tel scénario dans le taux d'actualisation (compris entre 10 et 12 %). Il nous paraît donc que cet objectif de cours constitue une estimation optimiste de la Valeur Intrinsèque de la Société.

Au total, le Prix d'Offre fait ressortir une prime de près de 10,4 % par rapport à la moyenne des prix cibles avant Opération (7,1 €), cette prime atteignant 18 % en excluant le prix cible d'*ID Midcaps*. Cependant, la conclusion favorable susceptible d'être retirée de cette analyse des prix cibles quant au caractère équitable du Prix d'Offre doit être nuancée en raison du faible nombre et de l'irrégularité de publication des notes de certains analystes.

#### 4.1.4. Transactions récentes sur le capital

Au cours des douze derniers mois, nous n'avons pas eu connaissance de transaction significative sur le capital de la Société autre que l'Opération envisagée.

#### 4.1.5. Manifestations d'intérêt antérieures à l'opération

La Société, en lien avec ses conseils, a mené un processus compétitif de vente de la Société, ayant abouti à l'Opération.

Ce processus, initié en avril 2021 (avec la signature des premiers accords de confidentialité par les acquéreurs potentiels), s'est conclu fin juillet 2021. Dans ce cadre, de nombreux acquéreurs potentiels, tant industriels que financiers, ont été approchés.

A l'issue du processus compétitif de vente, la Société a reçu deux offres liantes, l'une d'*Ardian* et l'autre d'un autre investisseur financier de premier plan (« **l'Acquéreur Non Retenu** »). Nous

<sup>21</sup> L'analyste n'a ainsi intégré l'annonce des résultats annuels et du plan 2021-2025 que près de deux mois après leur communication au marché.



---

comprenons que ces deux offres présentaient des caractéristiques comparables, le prix d'acquisition proposé étant identique (7,80 € par action). Le Management, par l'intermédiaire de ses conseils, nous a également confirmé que les deux offres ne présentaient pas de différences notables dans leurs caractéristiques (notamment en ce qui concerne les mécanismes de réinvestissement offerts aux dirigeants de la Société).

La nature concurrentielle du processus mis en œuvre et la proximité des offres obtenues permettent de penser que les actionnaires et dirigeants de la Société impliqués dans ce processus ont maximisé les conditions financières offertes à l'ensemble des actionnaires de la Société.

## **4.2. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles**

### **4.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres**

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, (iii) et enfin, par solde entre ces deux composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent, dans la pratique, trop difficiles à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités d'*Artefact* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (cf. *infra*, sections 4.4 et 4.5), les deux dernières méthodes, qui relèvent de l'approche analogique de l'évaluation, ne permettent pas d'obtenir des résultats suffisamment pertinents pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le Plan d'Affaires élaboré par le Management (pour rappel le Plan d'Affaires) qui a servi de base à la fixation des Objectifs 2025. Ce Plan d'Affaires couvre la période 2021-2025 et présente un niveau de détail par type d'offres et par zone géographique.

Nous avons également reçu le Plan d'Affaires élaboré début 2021 par la Société et sa banque conseil dans le cadre de la préparation du processus de vente de la Société (pour rappel le Plan d'Affaires Vendeurs). Ce Plan d'Affaires, contemporain de l'annonce au marché des Objectifs

---

2025, traduit un scénario particulièrement optimiste en termes de croissance organique (estimée à près de 30 % par an sur la période du plan contre 15 % à 20 % annoncé au marché), scénario qui ne peut être considéré comme le scénario moyen susceptible d'être retenu pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque. Pour cette raison, nos travaux d'évaluation ont reposé uniquement sur le Plan d'Affaires.

Avant de détailler les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque des titres *Artefact*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et le nombre d'actions de la Société (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

#### **4.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la date d'évaluation**

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan d'*Artefact* disponible à la date des présentes, à savoir le projet de comptes semestriels au 30 juin 2021 non audité.

Par simplicité, la date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux dans le cadre de la méthode DCF est le 30 juin 2021.

##### Dettes financières nettes au 30 juin 2021 avant application de la norme IFRS 16

La dette financière d'*Artefact* au 30 juin 2021 est principalement constituée (i) d'emprunts pour un montant de 21 m€ souscrit auprès de *Tikehau Capital*, *BPI France* et *Eiffel Investment Group*, (ii) d'un prêt garanti par l'Etat de 1,6 m€ et d'une dette de 3,1 m€ envers la *BPI* contractée dans le cadre du préfinancement du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) relatif aux années 2018 et 2019.

Sur cette base, nous avons considéré un endettement financier total de 26,3 m€ au 30 juin 2021. Après prise en compte (i) de la trésorerie disponible et valeurs mobilières de placement pour un montant de 19,1 m€ et (ii) des instruments financiers dérivés pour un montant de 64 k€, la dette financière nette de la Société s'élève à 7,1 m€ au 30 juin 2021.

L'endettement relatif aux contrats de location simple reconnu en vertu de la norme IFRS 16 (4,5 m€ au 30 juin 2021) n'est pas retenu comme élément de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

En effet, la charge de loyers associée aux contrats de location simples a été directement prise en compte dans les flux de trésorerie utilisés dans le cadre de la méthode DCF et dans les agrégats de résultats retenus dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières et de la méthode des transactions comparables.

##### Retraitement de la dette relative au préfinancement du Crédit d'Impôt Recherche (CIR)

*Artefact* n'a pas ou peu payé d'impôts au cours des dernières années, si bien qu'elle n'a pu utiliser son Crédit d'Impôt Recherche pour les années 2018 à 2020. La société a eu recours à la *BPI* afin de préfinancer le paiement du CIR par l'Etat (à hauteur de 3,1 m€ correspondant à la créance CIR relative aux exercices 2017, 2018 et 2019 et comptabilisée en BFR).

Dans la mesure où la Société est devenue profitable en 2020, et qu'elle n'aura plus recours à ce type de financement, la comptabilisation du CIR induit : (i) une surestimation de la dette financière nette et une surestimation du BFR (puisque dorénavant, la Société sera à même de recouvrer ses créances de CIR dès l'année suivante).



---

Aussi, nous avons annulé (i) la créance sur l'Etat de 3,1 m€ comptabilisée au sein du besoin en fonds de roulement et (ii) la dette relative au préfinancement reçu de la *BPI* et comptabilisée au sein de la dette financière nette ci-dessus.

Si ce retraitement n'est pas forcément nécessaire dans le cadre de la méthode DCF (la réception du CIR pouvant être intégrée explicitement dans les flux de trésorerie via une baisse du BFR), il est nécessaire dans le cadre de la mise en œuvre des méthodes analogiques.

Ce retraitement a de plus pour avantage de présenter une vision normalisée du BFR n'intégrant plus que la créance de CIR de l'exercice précédent.

#### Trésorerie issue de la conversion des BSA

Comme mentionné en section 2.3 (cf. *supra*), nous avons choisi d'estimer la valeur par action de la Société sur une base totalement diluée, dans la mesure où la plupart des instruments dilutifs avaient une probabilité forte d'être exercés.

Sur cette base, nous avons comptabilisé la dilution engendrée par les 20 000 BSA au sein du nombre d'actions et intégré le prix de souscription à recevoir par la Société au sein des éléments de passage de la valeur d'entreprise aux capitaux propres.

Le nombre d'actions à émettre par BSA est fonction du prix de l'offre publique mais il est limité à 175 actions par BSA si le prix d'offre venait à dépasser 3,75 €.

Nous avons intégré la dilution engendrée par l'exercice des BSA dans le calcul du nombre d'actions (soit 3 500 000 actions supplémentaires) et (ii) pris en compte l'augmentation de trésorerie résultant de la souscription de nouvelles actions (3,5 m€)<sup>22</sup> dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

#### Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

La Société a enregistré des pertes au cours des années précédentes, le stock de déficits fiscaux reportables s'élevant à 27,2 m€ (y compris le stock non activé) au 31 décembre 2020<sup>23</sup>.

Pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits, nous nous sommes appuyés sur la décomposition géographique du résultat imposable<sup>24</sup> sur la période couverte par le Plan d'Affaires. Nous avons simulé l'utilisation de ces déficits en considérant les résultats imposables futurs de la Société, sans limitation dans le temps et sur la base des taux d'impôt des différents pays dans lesquels *Artefact* opère. La valeur actuelle de ces économies fiscales a ensuite été déterminée en utilisant le même taux d'actualisation que celui retenu pour actualiser les *free cash flows* en vue de l'estimation de la valeur d'entreprise (cf. *infra*).

#### Valeur des intérêts minoritaires

La Société est tenue contractuellement de racheter progressivement l'intégralité des participations détenues par des actionnaires minoritaires dans certaines filiales asiatiques du groupe. Au 30 juin 2021, le Management estime que le montant total à décaisser par la Société pour le rachat de l'intégralité des participations minoritaires s'élève à 4,0 m€. Dans ce contexte,

---

<sup>22</sup> 3,5 m€ = 20 000 BSA \* 175 actions \* 1 €.

<sup>23</sup> Dernière estimation disponible communiquée par le Management.

<sup>24</sup> Décomposition de l'EBIT imposable supposée égale à la décomposition de l'EBITDAr fourni par le Management pour chaque zone géographique dans laquelle opère *Artefact*.

---

nous avons considéré que la valeur de marché des intérêts minoritaires relatifs à ces filiales correspondait au montant restant à décaisser par *Artefact*.

Les autres intérêts minoritaires au sein du groupe concernent une filiale brésilienne et ne sont pas significatifs. Ils ont été retenus pour leur valeur comptable (soit 12 k€) dans nos estimations.

#### Provisions pour risques courants et non courants

Les provisions pour risques permettent d'anticiper comptablement un risque avéré dont les conséquences prendront effet après la clôture de l'exercice où ces provisions ont été comptabilisées. Elles sont notamment destinées à enregistrer des dettes probables dont le montant ou l'échéance ne sont pas connus de façon précise.

Sur le montant de provisions de 0,8 m€ affiché au bilan de la Société au 30 juin 2021, nous avons retenu les éléments suivants, qui n'ont pas été intégrés par le Management dans les flux du Plan d'Affaires :

- 0,5 m€ de provisions pour risques correspondant à un litige fiscal avec l'administration chinoise,
- 0,1 m€ de provisions pour risques courants correspondant aux coûts de restructuration au sein de l'entité allemande d'*Artefact*.

Nous avons en revanche exclu les provisions liées aux litiges sociaux dans la mesure où ceux-ci peuvent être considérés comme relativement récurrents.

#### Provisions pour indemnités de fin de carrière

La provision pour retraites et assimilés, nette des actifs de régimes afférents, correspond aux droits acquis par les salariés d'*Artefact* à date. Comme la charge de désactualisation (*interest cost*) des engagements de retraite est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel, cette provision (nette de l'impact fiscal) n'a pas été prise en compte dans la détermination de la valeur d'entreprise et a donc été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte les droits que les salariés acquerront dans le futur. Nous comprenons que la valeur de ces droits futurs, appréhendée à travers le *service cost*, est prise en compte dans les prévisions de marge opérationnelle et donc dans les *free cash flows* futurs de la Société.

#### Impôts différés actif sur provisions

Par ailleurs, les provisions pour risques courants et indemnités de fin de carrière sont intégrées nettes des impôts différés actif associés, en considérant un taux d'impôt sur les sociétés de 27,4 %, pour un montant de 33 k€.

#### Ajustement du BFR

Lecture faite du rapport de *Vendor Due Diligence* financière préparé par *Alvarez & Marsal*, nous avons considéré qu'il était nécessaire d'ajuster le BFR affiché dans les comptes au 30 juin 2021 afin de prendre en compte certains éléments exceptionnels et la saisonnalité.

La neutralisation du dépôt de garantie auprès d'un *factor* qui ne sera pas reconduit (-0,6 m€) a été retraitée, conduisant à une baisse du BFR (augmentation de la trésorerie) d'un montant total de 0,6 m€ par rapport au niveau affiché au 30 juin 2021.



Cet élément aurait pu être directement pris en compte au sein des flux de trésorerie, mais nous avons préféré traiter cet élément en ajustement de la dette financière dans l'optique de la mise en œuvre des méthodes analogiques.

Par ailleurs, nous avons retraité les créances de CIR de la Société relatives aux exercices précédents (ainsi que la dette de CIR auprès de la BPI comme expliqué précédemment), et réintégré un montant normatif de CIR estimé à un an de subvention.

Le BFR ainsi ajusté s'élève à 10,6 m€ au 30 juin 2021, mais en raison de la saisonnalité, ce niveau de BFR est supérieur au niveau moyen observé sur l'année. Afin de refléter la véritable intensité capitalistique de l'activité pour la détermination des flux prévisionnels générés par l'activité (notamment pour la détermination des variations de BFR), nous avons ajusté la trésorerie à fin juin 2021 du montant nécessaire pour replacer la Société dans une situation moyenne de BFR (et donc de trésorerie).

Plus précisément, nous avons tout d'abord déterminé le niveau de BFR moyen (7,4 m€) sur la base des niveaux de BFR mensuel moyen constatés par *Alvarez & Marsal* en 2020 (exprimé en nombre de jours de marge brute). Nous avons ensuite pris en compte, dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, une augmentation de la trésorerie nette de 3,2 m€, soit un montant égal à la différence entre le BFR moyen estimé (7,4 m€) et le BFR ajusté des éléments exceptionnels constatés au 30 juin 2021 (10,6 m€).

### Synthèse

Le tableau ci-après fournit une synthèse des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

#### **Endettement financier net / (Trésorerie nette) et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2021**

en m€	
+ Dettes financières	26,3
- Trésorerie et équivalent de trésorerie	19,1
<b>= Dette financière nette (avant IFRS 16)</b>	<b>7,1</b>
- Retraitement de la dette relative au préfinancement du CIR (BPI)	3,1
- Trésorerie générée par l'exercice des BSA	3,5
- Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables	6,0
+ Valeur des intérêts minoritaires	4,0
+ Provisions pour risques	0,6
+ Provisions pour indemnités de fin de carrière	0,1
- IDA sur provisions	0,0
+ Ajustement normalisation BFR	(0,6)
+ Ajustement saisonnalité BFR	(3,2)
<b>= Endettement financier net / (Trésorerie nette) et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2021</b>	<b>(4,6)</b>

Source : Comptes semestriels 2021, Management et analyse Accuracy

#### **4.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres**

La détermination du nombre d'actions pris en compte pour estimer la valeur unitaire des actions à partir de la valeur des capitaux propres est détaillée dans le tableau ci-après.

---

Le calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises, diminué du nombre d'actions auto-détenues au 6 octobre 2021 et augmenté du nombre d'actions résultant de l'exercice des BSA et de la conversion des ADP 2. Par ailleurs, le nombre d'actions dilué total intègre également la dilution potentielle liée aux plans d'actions gratuites (AGA) non acquises accordées en 2020 et 2021 aux dirigeants de la Société.

#### Artefact - Nombre d'actions dilué au 6 octobre 2021

#	
	Nombre d'actions composant le capital
	34 192 033
	- Nombre d'actions d'autocontrôle
	91 554
	<b>= Nombre d'actions net</b>
	<b>34 100 479</b>
	+ Dilution résultant de l'exercice des BSA
	3 500 000
	+ Dilution résultant de la conversion des ADP 2
	1 604 928
	+ Dilution résultant de l'acquisition définitive des AGA
	2 578 833
	<b>= Nombre d'actions dilué</b>
	<b>41 784 240</b>

Source : Management

### 4.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

#### 4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

##### Période couverte par le budget (2021)

Les flux de trésorerie prévisionnels relatifs au second semestre 2021 ont été calculés par différence entre le budget de l'année, élaboré par la Société sur la base de l'information disponible au 30 juin 2021 et communiquée aux acquéreurs potentiels, et le premier semestre 2021 réalisé et transmis par la Société.

Nous avons retraité l'EBITDAr issu des comptes semestriels 2021 afin d'intégrer la CVAE et les charges relatives aux actions gratuites (IFRS 2).

##### Période couverte par le Plan d'Affaires (2022-2025)

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2022-2025 s'est appuyée sur les données du Plan d'Affaires (cf. *supra*, section 1.5.3).

Le Management nous a confirmé dans une lettre d'affirmation que ces données représentent à ce jour les meilleures estimations d'un scénario moyen de développement de la Société.

Nous avons réintégré les éléments suivants dans l'EBITDAr, tel qu'il ressort du Plan d'Affaires.

- La CVAE (*Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises*) relative à l'exercice 2021, dont le montant nous a été communiqué par le Management. Nous avons supposé cet élément stable en pourcentage de la marge brute sur la durée du Plan d'Affaires.
- Les charges relatives à IFRS 2 (*Paiements en actions*), dans la mesure où la méthode DCF ne permet pas de prendre en compte l'attribution d'actions gratuites supplémentaires. Nous avons supposé que ces charges constituaient une composante pérenne de la rémunération des dirigeants et salariés de la Société et que, par conséquent, elles perdureraient à l'avenir selon des modalités encore inconnues à ce jour.

Pour le calcul des flux de trésorerie futurs, nous avons considéré une charge d'impôt théorique, calculée à partir du résultat d'exploitation imposable et des taux d'imposition en vigueur dans chacune des zones géographiques présentées. Le résultat d'exploitation imposable a été calculé



---

sur la base des EBITDAr par zone géographique incluant les retraitements décrits ci-dessus et les éléments suivants :

- Les D&A (*Dotations aux Amortissements et Dépréciations*) qui convergent linéairement vers un montant égal (dans un souci de simplicité) aux investissements en année normative ;
- L'annulation (i) des produits relatifs au CIR (*Crédit d'Impôt Recherche*), correspondant aux autres produits présentés dans le Plan d'Affaires et modélisés stables en pourcentage de la marge brute sur la période d'extrapolation, et (ii) des coûts relatifs à la CVAE. En effet, ces éléments ne rentrent pas dans la base taxable en raison de leur nature.

Enfin, comme évoqué plus haut, les économies d'impôts futures relatives aux déficits fiscaux reportables de la Société n'ont pas été prises en compte dans les flux de trésorerie futurs, car la valeur de ces économies a été prise en compte dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

#### Autres composantes des flux de trésorerie prévisionnels

En absence de prévisions transmises par le Management, les autres composantes des flux de trésorerie prévisionnels ont été déterminées de la façon suivante :

- Le BFR a été calculé pour chacune des activités de la Société sur la base des BFR mensuels moyens ajustés pour l'année 2020 pour les activités Conseil et Média tels que présentés dans la *Vendor Due Diligence* réalisée par *Alvarez & Marsal* et mise à notre disposition. Ces BFR ont été projetés stables en pourcentage de la marge brute des deux activités sur la durée du Plan d'Affaires. Cette distinction nous permet ainsi de refléter les spécificités propres à chacune des activités dans nos projections ;
- Les investissements, limités sur ce secteur d'activités, ont été fixés à 0,8 % de la marge brute annuelle, soit la moyenne sur la période 2018-2020.

#### Période d'extrapolation (2026-2029)

Au-delà de l'horizon du Plan d'Affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de quatre ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à neuf ans. Le choix de la durée de cette période d'extrapolation se justifie par l'existence d'un potentiel de croissance significatif au-delà des années couvertes par le Plan d'Affaires.

Sur la durée de la période d'extrapolation, les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- Marge brute : nous avons supposé une décroissance linéaire du taux de croissance entre le taux projeté sur la dernière année du Plan d'Affaires et le taux perpétuel retenu pour l'estimation de la valeur terminale (+1,5 % par an, cf. *infra*, section 4.3.2).
- Marge d'EBITDAr : convergence linéaire de la marge d'EBITDAr, du niveau anticipé sur la dernière année du Plan d'Affaires vers le taux de marge d'EBITDAr normatif retenu pour l'estimation du flux de trésorerie normatif (cf. *infra*, section 4.3.2).

Les autres hypothèses retenues pour la période d'extrapolation sont en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires, notamment en ce qui concerne le taux d'imposition et la variation du besoin en fonds de roulement.

---

### 4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2029) a été déterminée selon la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Le Plan d'Affaires fait ressortir des taux de marge d'EBITDAr significatifs, qui dépassent d'ailleurs les taux figurant dans les Objectifs 2025 annoncés au marché. Ces taux de marge d'EBITDAr sont également supérieurs aux taux historiquement réalisés par *Artefact*, notamment en 2020 (20,1 %), dans le contexte favorable d'une croissance soutenue de l'activité Conseil et de la matérialisation des effets attendus des différentes initiatives de recentrage géographique et des économies de coûts initiées par la Société.

Ces taux de marge ne nous semblent donc pas pérennes à long terme, car ils n'intègrent pas l'érosion probable de la marge sous l'effet conjugué (i) d'un contexte de concurrence accru pouvant tirer les prix à la baisse (*commoditization* de certaines activités), (ii) d'une tension croissante sur les recrutements et les niveaux de salaires afin de soutenir la croissance et (iii) d'une augmentation significative de la taille de la Société conduisant très probablement à opérer dans des segments de marché moins profitables et à supporter des coûts de structure additionnels liés à l'expansion géographique des activités.

Dès lors, afin de tenir compte des menaces qui pèsent sur la capacité de la Société à garder un niveau de rentabilité aussi élevé que celui anticipé à la fin du Plan d'Affaires, nous avons retenu deux scénarios qui se différencient par le niveau de rentabilité considéré en année normative.

Dans un scénario haut (« **Scénario Haut** »), nous avons considéré un taux de marge d'EBITDAr normatif de 23,5 % correspondant au milieu de la fourchette de taux de marge indiquée par la Société lors de la présentation du plan 2021-2025. Le scénario haut apparaît dès lors comme un scénario optimiste, supposant une réduction limitée de la rentabilité par rapport au niveau estimé à la fin du Plan d'Affaires.

Dans un scénario bas (« **Scénario Bas** »), nous avons considéré un taux de marge d'EBITDAr normatif de 17,5 % correspondant au taux de marge retenu dans le scénario haut affecté d'une décote de 25 %. Le taux de marge ainsi retenu s'avère proche du taux de marge prévisionnel moyen observé sur les années 2022 et 2023 dans l'échantillon de sociétés de conseil Marketing et Digital que nous retiendrons pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (cf. *infra*, section 4.4). Cette décote de la rentabilité est justifiée par l'intensification de la concurrence dans le secteur avec une pression sur les prix, ainsi que l'érosion progressive de la rentabilité des projets en raison d'augmentations de salaire potentielles et des efforts de recrutements nécessaires pour soutenir la croissance.

Dans les deux scénarios, nous avons modélisé des charges relatives à la participation sur les bénéfices en France. Nous avons en effet considéré qu'*Artefact* supporterait une charge relative à la participation sur les bénéfices, une fois les déficits fiscaux intégralement consommés (la consommation des déficits venant en effet annuler l'assiette de calcul – fiscale – de la participation). La charge future a été estimée sur la base de la charge qui aurait été supportée par la Société en 2020 (exprimée en % de l'EBITDAr) si la Société n'avait pas consommé ses déficits fiscaux.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5 %. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la zone Euro et cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. *infra*, section 4.3.3).

---

Le reste des hypothèses retenues pour la détermination du flux de trésorerie normatif est en ligne avec les hypothèses du Plan d’Affaires et de la période d’extrapolation.

### **4.3.3. Détermination du taux d’actualisation**

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d’actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d’actualisation à utiliser, couramment désigné par l’acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l’actif économique de l’entreprise (ou « coût d’opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l’entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L’approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l’entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n’a pas d’impact sur la valeur de l’actif économique de l’entreprise. Enfin, elle est source d’erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l’approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l’absence d’endettement (ou « coût d’opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l’actif économique de l’entreprise. Pour obtenir ce coût d’opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l’activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d’Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d’opportunité du capital ( $k_a$ ) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M$$

où :  $R_F$  = taux d’intérêt sans risque ou loyer de l’argent

$\beta_a$  = coefficient bêta de l’activité

$P_M$  = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

#### Taux d’intérêt sans risque exigé par les investisseurs ( $R_F$ )

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d’État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque centrale européenne ont rapidement baissé leurs taux d’intérêt indicateurs (à près de 0 %), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d’État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone Euro avec (i) d’un côté une baisse des taux de rendement des pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l’autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l’Irlande, l’Espagne, l’Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed (fin 2011), suivie par la BCE (en 2015), ont eu recours à l’injection massive de capitaux via le rachat d’instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations



---

souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation. Les dernières déclarations des banques centrales, à la suite de la crise sanitaire actuelle, suggèrent d'ailleurs la poursuite du *quantitative easing*, si bien que cet environnement de taux bas pourrait perdurer.

Si elle peut s'envisager à court/moyen terme cette situation n'est pas acceptable à long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans ce contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons de recourir à une approche normative, dérivée de l'équation de Fisher :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

Deux solutions équivalentes peuvent alors être envisagées, qui ont des conséquences dans nos travaux à la fois sur la mesure du taux sans risque, mais aussi sur l'estimation du taux de croissance perpétuelle (*cf. supra*).

- Considérer que nous sommes entrés dans une ère de taux d'intérêt durablement bas, avec un niveau d'inflation faible (proche de zéro). Il s'agit alors d'estimer le taux sans risque sur la seule base du taux d'intérêt réel et de considérer un taux d'inflation nul à court, moyen et long termes. La conséquence est alors que le taux de croissance perpétuelle retenu dans l'évaluation (*cf. supra*), qui correspond au taux d'inflation à long terme, doit également être fixé à zéro. Cette approche est toutefois difficile à mettre en œuvre puisque la plupart des plans d'affaires d'entreprises reposent sur des taux d'inflation non nuls, généralement proches des taux historiques moyens.
- Considérer que les taux d'intérêt devraient revenir vers un niveau normatif à long terme. Il s'agit alors d'estimer le taux d'intérêt réel et d'estimer un taux d'inflation de long terme, cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel. C'est cette seconde approche que nous retenons dans nos travaux.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0 %, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2020 par *Dimson, Marsh et Staunton*<sup>25</sup> au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,2 %) et aux États-Unis (0,9 %) <sup>26</sup>. S'agissant de taux d'intérêt réel, une fois corrigé de l'effet de l'inflation, qui est l'un des principaux facteurs de différence entre les taux d'intérêt des pays, l'absence de quelques grands pays européens, comme l'Allemagne ou la France, ne nous semble pas remettre en cause nos conclusions.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la Zone Euro, celui-ci peut être estimé à 1,5 % (soit un niveau voisin de celui observé en 2019 et un peu inférieur à l'objectif de 2,0 % retenu par la BCE).

Sur ces bases, le taux d'intérêt sans risque ( $R_f$ ) retenu par *Accuracy* s'établit à 2,5 % (soit : 1,0 % + 1,5 %).

---

<sup>25</sup> *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2021), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

<sup>26</sup> L'Allemagne, l'Italie ou la France n'ont pu être retenues, car les bons du Trésor de ces pays ont extériorisé en moyenne sur 1900-2020 une rentabilité négative (respectivement -0,5 %, -1,6 % et -2,4 % sur la période 1900-2020) en termes réels en raison d'épisodes non anticipés de forte inflation. Dès lors, les pays anglo-saxons retenus apparaissent comme les proxys les plus pertinents pour estimer le taux réel.



---

### Prime de risque de marché anticipée ( $P_M$ )

S'agissant de la prime de risque de marché (PRM), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la PRM (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2021 du *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*, *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 121 années de données pour estimer à 5,0 % la PRM (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la PRM estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée amorcée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une PRM légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton*. La prime de risque PRM retenue par *Accuracy* s'élève ainsi à 5,5 %.

### Coefficient bêta de l'activité ( $\beta_a$ )

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le  $R^2$  est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de



---

la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

En raison des effets sur les marchés financiers de la pandémie de covid-19, nous avons mené une analyse quantitative à plusieurs dates (31 décembre 2019 et 27 septembre 2021), selon les modalités exposées ci-dessus.

A bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches d'*Artefact*, compte tenu de son positionnement particulier en termes d'activité (conseil en data marketing et média) et de maturité (taille relativement limitée).

Nous avons tout d'abord considéré les sociétés de Conseil Marketing et Digital identifiées en section 2.1. (*Advantage Solutions, Ascential, Kin+Carta, Next Fifteen Communications, S4 et Syzygy*) qui présentent selon nous les profils d'activités les plus proches de ceux d'*Artefact*.

Les résultats obtenus sur cet échantillon avec l'approche quantitative ne sont pas significatifs et ne peuvent donc être exploités.

Nous nous sommes donc appuyés, par défaut, sur les coefficients bêta obtenus à partir d'un second échantillon, composé de sociétés de services en ingénierie informatique (« **SSII** »). Compte tenu de leur degré de maturité et de la nature récurrente de certaines de leurs prestations, ces sociétés présentent selon nous un niveau de risque non diversifiable sans doute inférieur à celui d'*Artefact*.

La moyenne des coefficients bêta observés sur une période d'estimation longue (5 ans) au 31 décembre 2019 et au 27 septembre 2021 s'élèvent respectivement à 1,0 (fourchette comprise entre 0,8 et 1,2) et 1,3 (fourchette comprise entre 1,1 et 1,5). Il ressort de cette analyse que le choix de l'échantillon SSII induit un biais à la baisse, les coefficients observés avant la survenance de la pandémie de covid-19 étant effectivement inférieurs à ceux attendus pour une activité comme celle d'*Artefact* (compte tenu du levier opérationnel important et de la sensibilité à la conjoncture économique décrits en section 2.1).

En revanche, retenir une période d'estimations comprenant l'année 2020 et la crise boursière liée à la pandémie de covid-19 induit un biais à la hausse, les coefficients observés après la survenance de la pandémie de covid-19 étant largement supérieurs à ceux observés avant la survenance de la pandémie.

Dans ce contexte, nous avons retenu un coefficient bêta de 1,3 qui correspond à la moyenne des coefficients bêta observés sur l'échantillon SSII au 27 septembre 2021, et au haut de fourchette des coefficients bêta observés avant la crise du covid-19.

Ce niveau de coefficient bêta, issu d'une approche quantitative, est cohérent avec celui qui peut être appréhendé au travers d'une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque systématique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont, d'une part, sa sensibilité à la conjoncture économique et d'autre part son levier opérationnel. D'un côté, le modèle économique de la Société, correspondant à une société de conseil (secteur cyclique), confère un caractère relativement risqué à l'activité avec un niveau de dépendance à la conjoncture économique supérieur à la moyenne. D'un autre côté, le levier opérationnel de la Société nous semble également élevé. En effet, la base de coûts est principalement constituée de frais de personnel et donc principalement fixes à court terme. Ces deux éléments justifient, au total, le niveau du coefficient bêta élevé.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 9,7 %, soit :

$$k_a = R_f + [\beta_a \times P_M] = 2,5 \% + [1,3 \times 5,5 \%] = 9,7 \%$$

#### 4.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des titres *Artefact* au 30 juin 2021, comprise entre 260,7 m€ et 327,0 m€, soit entre 6,24 € et 7,83 € par action.

##### Artefact - Valeur des capitaux propres

en m€	Sc. Bas	Sc. Haut
+ Valeur actuelle des flux S2 2021-2024	61,9	61,9
+ Valeur actuelle des flux 2024-2029	57,0	66,5
+ Valeur actuelle de la valeur terminale	137,2	194,0
<b>= Valeur d'entreprise au 30 juin 2021</b>	<b>256,1</b>	<b>322,4</b>
- Endettement financier net / (Trésorerie nette) et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2021	(4,6)	(4,6)
<b>= Valeur des capitaux propres au 30 juin 2021</b>	<b>260,7</b>	<b>327,0</b>
/ Nombre dilué d'actions	41 784 240	41 784 240
<b>= Prix par action (€)</b>	<b>6,24 €</b>	<b>7,83 €</b>

Source : Analyses Accuracy

Sur cette base, le Prix d'Offre de 7,8 € par action proposé par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires extériorise une prime par rapport à la Valeur Intrinsèque comprise entre 25,0 % et - 0,3 %.

A titre d'information, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur les deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation dans le cas présent, à savoir : (i) le taux de marge d'EBITDAr normatif et (ii) le taux d'actualisation.

##### Artefact - Analyse de sensibilité

		Marge d'EBITDAr normative						
		17,5%	18,5%	19,5%	20,5%	21,5%	22,5%	23,5%
Taux d'actualisation	8,7 %	6,70 €	6,99 €	7,29 €	7,59 €	7,88 €	8,18 €	8,48 €
	9,2 %	6,45 €	6,73 €	7,01 €	7,29 €	7,57 €	7,85 €	8,13 €
	9,7 %	<b>6,24 €</b>	<b>6,50 €</b>	<b>6,77 €</b>	<b>7,03 €</b>	<b>7,30 €</b>	<b>7,56 €</b>	<b>7,83 €</b>
	10,2 %	6,05 €	6,30 €	6,55 €	6,80 €	7,06 €	7,31 €	7,56 €
	10,7 %	5,88 €	6,12 €	6,36 €	6,60 €	6,84 €	7,08 €	7,32 €

Pour mémoire, nous utilisons un taux de croissance perpétuelle de 1,5 %, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long terme retenue dans les composantes du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance du flux de trésorerie en termes réels.

A titre d'information également, nous avons testé l'impact d'une modification du taux de croissance perpétuelle sur les résultats obtenus en scénario bas et scénario haut.

En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,0 %, la valeur unitaire des actions *Artefact* s'établirait à 6,0 € en scénario bas et 7,5 € en scénario haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,0 %, la valeur unitaire des actions *Artefact* s'établirait entre 6,5 € en scénario bas et 8,2 € en scénario haut.

---

#### 4.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des comparaisons boursières

Comme pour la méthode DCF, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est de fournir une estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société. Malheureusement, la mise en œuvre de la méthode se heurte dans le cas d'*Artefact* à deux difficultés majeures : (i) l'absence de société cotée développant le même type d'activité, et (ii) une différence marquée entre le profil de croissance de la Société, acteur encore de petite taille et à un point d'inflexion dans son développement, et le profil des autres sociétés cotées du secteur, dont la taille et le degré de maturité sont plus élevés.

##### Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER – *Price Earnings Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons également écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. En outre, compte tenu de la faible intensité capitalistique du secteur, nous privilégions les multiples d'EBITDA aux multiples d'EBIT. En effet, les multiples d'EBIT peuvent être biaisés par les charges d'amortissements liées aux actifs incorporels reconnus dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition (ou « PPA »), plus ou moins importantes selon le recours à la croissance externe par les sociétés de l'échantillon.

L'EBITDA retenu correspond à l'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes) et après inclusion des charges relatives aux paiements en actions liées à la norme IFRS 2, (qui constituent une part non négligeable de masse salariale des sociétés du secteur), et de la CVAE. Les agrégats d'*Artefact* et les données du consensus pour les sociétés comparables ont, le cas échéant, été ajustés, pour satisfaire cette définition.

Les multiples 2021 ont été écartés compte tenu des conditions de marché difficiles à court terme liées à la pandémie qui impactent différemment les sociétés du secteur. En effet, les multiples 2021, notamment ceux de l'échantillon de sociétés de Conseil Marketing et Digital, sont particulièrement élevés et semblent intégrer le vif rebond de l'économie suite à la crise sanitaire, ce qui signifie que les niveaux observés ne sont pas normatifs. Nous avons donc fondé notre analyse sur les multiples 2022.

##### Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

La mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières repose sur l'utilisation de ratios d'évaluation (ou « multiples ») calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant (i) un profil de risque (donc un portefeuille d'activité et une exposition géographique) et (ii) une croissance bénéficiaire comparables à ceux de la société évaluée, soit les deux paramètres qui conditionnent au premier chef le niveau des multiples d'EBITDA. Nous avons donc procédé en deux étapes.

Dans une première étape, nous avons cherché à identifier des sociétés ayant une activité proche de celle d'*Artefact*. Comme mentionné précédemment, il est très difficile d'identifier de telles sociétés en raison du positionnement unique adopté par *Artefact*.

Nous nous sommes appuyés pour cette étape sur l'échantillon de sociétés de Conseil Marketing et Digital identifiées dans le cadre de la section 2.1, soit *Advantage Solutions*, *Ascential*, *Kin+Carta*, *Next Fifteen Communications*, *S4* et *Syzygy*, sociétés que nous avons considérées



étant comme les plus proches d'*Artefact*. En effet, nous avons exclu l'échantillon composé des sociétés de services en ingénierie informatique en raison de leur niveau de marge inférieure et de leur profil de croissance différent.

Le tableau ci-après présente les principales caractéristiques financières des sociétés retenues.

Artefact - Echantillon de sociétés comparables - Caractéristiques opérationnelles					EBITDA (%)			Croissance EBITDA (%)	
Société	Pays	Devise	Cap. boursière (m)	CA 2020 (m)	EBITDA 2021 (%)	EBITDA 2022 (%)	EBITDA 2023 (%)	Cr. EBITDA 2022 (%)	Cr. EBITDA 2023 (%)
Artefact	France	EUR		70,3	26,9 %	24,3 %	24,8 %	(3,1)%	17,9 %
<b>Conseil Marketing et Digital</b>									
Advantage Solutions	Etats-Unis	USD	2 752	3 155,7	13,3 %	12,8 %	13,0 %	10,6 %	3,1 %
Ascential	Royaume-Uni	GBP	1 823	263,7	21,4 %	25,8 %	27,7 %	46,9 %	21,2 %
Kin + carta	Royaume-Uni	GBP	504	158,4	11,8 %	13,3 %	n.d.	30,7 %	n.d.
Next 15	Royaume-Uni	GBP	1 048	323,7	21,4 %	21,6 %	23,3 %	10,9 %	17,5 %
S4	Royaume-Uni	GBP	4 443	342,7	15,3 %	16,8 %	16,9 %	53,8 %	37,1 %
Szygy	Allemagne	EUR	89	55,5	11,5 %	11,8 %	12,4 %	13,9 %	15,1 %
Moyenne de l'échantillon					17,9 %	19,3 %	20,2 %	30,5 %	19,7 %
Médiane de l'échantillon					18,3 %	19,2 %	20,1 %	28,9 %	19,4 %

Note\* : Les marges d'EBITDA sont retraitées des éléments relatifs à IFRS 16 et IFRS 2 (paiement en actions)

Note\*\* : Les sociétés Kin + Carta et Szygy sont présentées à titre informatif. Leurs agrégats ont été exclus du calcul des valeurs moyenne et médiane de l'échantillon en raison respectivement d'un EBITDA 2023 non disponible et d'une capitalisation boursière limitée.

Source: CIQ au 27/09/2021

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- *Szygy* est d'une taille trop réduite (89 m€ de capitalisation boursière) pour que les multiples estimés soient significatifs, elle sera donc exclue de l'échantillon ;
- les sociétés présentent des profils de croissance bénéficiaire différents, justifiant ainsi la nécessité de procéder à la seconde étape de la sélection, consistant à ne retenir que des sociétés dont le profil de croissance est similaire à celui d'*Artefact*.

Dans cette seconde étape, nous avons donc sélectionné uniquement les sociétés présentant des profils de croissance bénéficiaire similaires à celui d'*Artefact*. Ainsi, nous n'avons pas retenu :

- les sociétés *S4* et *Advantage Solutions* en raison de profils de croissance trop éloignés de celui d'*Artefact* ;
- la société *Kin + Carta* dans la mesure où, faute de prévisions disponibles pour l'année calendaire 2023, nous n'avons pas été en mesure de vérifier si la croissance attendue de l'EBITDA en 2023 était comparable ou non à celle d'*Artefact*.

Au terme de cette seconde étape, deux sociétés ont été retenues : *Next 15* et *Ascential* qui présentent des profils de croissance bénéficiaire pour l'année 2023 proche de 20 %, soit un profil similaire à celui d'*Artefact*. Nous notons d'ailleurs que ces sociétés présentent des taux de marges d'EBITDA proches de celles d'*Artefact*.

#### Mise en œuvre et résultats de la méthode

Comme expliqué ci-dessus, la méthode repose sur les multiples d'EBITDA. Ces multiples ont été calculés pour les sociétés *Next 15* et *Ascential* sur la base des éléments suivants :

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 27 septembre 2021, (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes) ;
- Au dénominateur, pour le calcul de l'EBITDA : prévisions d'EBITDA calendarisées sur la base du consensus des analystes financiers disponible au 27 septembre 2021 et ajustées de l'impact des normes IFRS 16 et IFRS 2.



Le tableau ci-après présente les multiples obtenus pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon.

Artefact - Echantillon de sociétés comparables - Multiples boursiers					VE/EBITDA (x)	
Société	Devise	Cap. boursière (m)	Dettes nette (m)	VE (m)	VE/EBITDA 2022	VE/EBITDA 2023
<b>Conseil Marketing et Digital</b>						
Advantage Solutions	USD	2 752	1 881	4 633	8,9x	8,7x
Ascential	GBP	1 823	92	1 914	16,2x	13,4x
Kin + carta	GBP	504	28	531	20,9x	n.d.
Next 15	GBP	1 048	49	1 097	14,5x	12,3x
S4	GBP	4 443	73	4 516	33,9x	24,7x
Szygy	EUR	89	10	99	12,4x	10,7x
<b>Moyenne de l'échantillon</b>					<b>18,4x</b>	<b>14,8x</b>
<b>Médiane de l'échantillon</b>					<b>15,4x</b>	<b>12,9x</b>

Note\* : Multiples d'EBITDA calculés sur la base d'un EBITDA retraité des éléments relatifs à IFRS 16 et IFRS 2

Note\*\* : Les sociétés Kin + Carta et Szygy sont présentées à titre informatif. Leurs agrégats ont été exclus du calcul des valeurs moyenne et médiane de l'échantillon en raison respectivement d'un EBITDA 2023 non disponible et d'une capitalisation boursière limitée.

Source: CIQ au 27/09/2021

Dans la mesure où aucune des deux sociétés finalement sélectionnées n'est parfaitement comparable à *Artefact* en termes d'activité, nous considérons que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont pas réunies. Aussi, les résultats obtenus par la méthode sont présentés à titre indicatif uniquement.

L'application de la méthode fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 7,0 € sur la base du multiple d'EBITDA<sup>27</sup> 2022 de *Next 15* et 7,8 € sur la base du multiple d'EBITDA<sup>28</sup> 2022 de *Ascential*.

Le bas de la fourchette de ces estimations extériorise donc une prime de 0,5 % par rapport au Prix d'Offre. Le haut de fourchette, quant à lui, extériorise une prime de 12,1 % par rapport au Prix d'Offre.

#### 4.5. Estimation de la valeur de la Société via la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transaction utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement une prime de contrôle par rapport à la Valeur Intrinsèque des sociétés acquises. Cette prime de contrôle est le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction et traduit, le cas échéant, un surplus lié à la détention du contrôle elle-même.

De ce fait, la méthode des transactions comparables peut paraître adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres de la société *Artefact* et une potentielle prime de contrôle.

<sup>27</sup> Ajusté des impacts IFRS 16 et IFRS 2.

<sup>28</sup> Ajusté des impacts IFRS 16 et IFRS 2.



Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent à des écueils qui nous ont conduits à écarter la méthode.

- Il n'existe pas, à notre connaissance, de transaction portant sur des sociétés raisonnablement comparables à *Artefact* en termes de mix d'activités, de modèle économique, de taille, de rentabilité et de zone d'implantation.
- L'information publique disponible sur la plupart des transactions est assez limitée. L'échantillon des transactions comparables que nous avons constitué n'est donc pas assez significatif pour constituer une base d'analyse solide.

Malgré ces limites, nous avons constitué un échantillon de transactions portant sur des sociétés dont l'activité est proche de celle de la Société, intervenues au cours des dix-huit derniers mois, dans un contexte économique relativement comparable au contexte actuel.

Nous avons exclu de notre sélection les transactions (i) pour lesquelles l'information financière n'était pas disponible, (ii) impliquant des acteurs dont l'implantation géographique se limite à l'Asie, (iii) de taille très nettement supérieure à *Artefact* (valeur d'entreprise supérieure à 5 mds€) et (iv) portant sur une participation minoritaire.

Les transactions retenues intègrent à la fois des sociétés de conseil en transformation numérique et de conseil en marketing digital.

**Artefact - Transactions comparables - Août 2021 à mars 2020**

Date	Cible	Acheteur	Pays	Activité	VE (m€)	CA N-1 (m€)	EBITDA N-1 (m€)	EV/EBITDA
<b>Conseil en IT / Data</b>								
Juin-21	it-novum	Allgeier	Allemagne	Société de conseil en IT et transformation digitale	22	16	2	9,5x
Juil-20	Devoteam	Consortium inc. KKR	France	Société de conseil en stratégie numérique et digitale	800	762	91	8,8x
<b>Conseil Marketing et Digital</b>								
Juil-21	Labelium	Charterhouse Capital Partners	France	Agence de conseil en marketing digital	300	n.a.	20	15,0x
Juil-21	Valtech	BC Partners	France	Agence de conseil en marketing digital	1 226	325	41	30,0x

Source : Mergermarket, presse et communiqués, rapports annuels

En raison du faible nombre de transactions identifiées et de l'hétérogénéité des multiples observés, nous avons constitué un second échantillon de transactions remontant à 2018, réparties sur la même base d'activités que le premier échantillon. Nous avons également identifié une transaction dans le domaine de l'activation marketing.



#### Artefact - Transactions comparables - Mars 2020 à 2018

Date	Cible	Acheteur	Pays	Activité	VE (m€)	CA N-1 (m€)	EBITDA N-1 (m€)	EV/EBITDA
<b>Conseil en IT / Data</b>								
Juin-19	Altran Technologies	Cappgemini	France	Société de conseil en stratégie numérique et digitale	5 037	3 016	411	12,3x
Janv-19	Luxoft Holding	DXC Technology Company	Etats-Unis	Fournisseur de services de développement de logiciels et de solutions IT	1 644	768	87	18,9x
<b>Moyenne</b>								<b>15,6x</b>
<b>Médiane</b>								<b>15,6x</b>
<b>Conseil Marketing et Digital</b>								
Fev-19	Soft Computing	Publicis Groupe	France	Société de conseil en marketing digital et transformation de l'expérience client	47	47	4	13,1x
Dec-18	MightyHive	S4 Capital	Etats-Unis	Agence de conseil en marketing digital	134	36	10	13,8x
Nov-18	Labelium	Qualium Investment	France	Agence de conseil en marketing numérique	145	22	11	13,2x
Juil-18	MedialMonks	S4 Capital	Pays-Bas	Société de services de marketing et publicité axée sur le numérique	300	110	20	15,0x
<b>Moyenne</b>								<b>13,8x</b>
<b>Médiane</b>								<b>13,5x</b>
<b>Activation Marketing</b>								
Juil-19	Epsilon	Publicis	Etats-Unis	Société spécialisée en marketing intégré (ciblage, acquisition et fidélisation)	3 489	1 460	426	8,2x

Source : Mergermarket, presse et communiqués, rapports annuels

L'échantillon de transaction impliquant des sociétés de conseil Marketing et Digital présente des multiples de transactions relativement homogènes, sans toutefois inclure de transaction parfaitement comparable.

Nous avons identifié deux transactions réalisées fin 2019 (*Jellyfish* et *Firewood*), qui portent sur deux sociétés dont les activités sont proches de celle d'*Artefact*, mais pour lesquelles les données financières nécessaires n'étaient pas disponibles.

Seule la transaction portant sur *MightyHive* présente de fortes similarités avec *Artefact* et permet de calculer un multiple d'évaluation. Cependant, en raison de l'ancienneté de cette transaction (Décembre 2018), nous avons considéré qu'elle ne nous permettait pas de conclure sur un multiple fiable.

Sur ces bases, nous avons considéré que la méthode des transactions comparables ne permettait pas de donner une estimation fiable de la Valeur Intrinsèque de la Société.



---

## 5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par *Société Générale* dans le contexte de l'Offre et dans la perspective de la mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

D'un point de vue méthodologique, la Banque a adopté une approche d'évaluation multicritères très proche de la nôtre, mais le panel de références et de méthodes d'évaluation effectivement retenues diffère du nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque retient, comme nous, la méthode DCF à titre principal. Elle retient également les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables qui sont, de notre point de vue, peu fiables dans le cas présent pour les raisons détaillées dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient celle du cours de bourse et celle constituée par les prix cibles des analystes financiers. De notre côté, nous avons considéré que le suivi des analystes était insuffisant et trop irrégulier pour que l'information disponible soit intégrée de façon efficace dans les prix cibles. De ce fait, nous avons estimé que les prix cibles des analystes financiers ne pouvaient constituer une référence pertinente. S'agissant du cours de bourse avant annonce de l'Opération, nous considérons cette référence comme peu pertinente compte tenu de la faiblesse des volumes échangés (en valeur absolue).

### 5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit, en valeur centrale, à une estimation de la valeur de l'action *Artefact* légèrement inférieure (6,89 €) à celle qui résulte de nos propres travaux (7,03 €).

Cette conclusion, très similaire à la nôtre, repose cependant sur des modalités de mise en œuvre de la méthode très différentes de celles retenues dans nos propres travaux.

- S'agissant des flux de trésorerie futurs, la Banque s'est appuyée sur le plan d'affaires préparé par l'Initiateur (le « **Plan d'Affaires Initiateur** ») à partir du Plan d'Affaires Vendeurs communiqué dans le cadre du processus compétitif. Le Plan d'Affaires Initiateur présente une trajectoire de croissance de la marge brute légèrement supérieure à celle du Plan d'Affaires qui nous a été communiqué par le Management, mais reflète dans le même temps une vision plus prudente de la profitabilité, la marge d'EBITDA sur l'horizon du plan étant inférieure aux Objectifs 2025 de la Société.
- Comme nous, la Banque retient une période d'extrapolation de quatre années (jusqu'en 2030), à l'horizon de laquelle la marge normative a été considérée comme stable à un niveau légèrement inférieur au milieu de la fourchette d'hypothèses que nous avons retenue (soit 20,5 % en milieu de fourchette). La croissance du flux normatif a été fixée à 1,75 %, soit un niveau légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (1,5 %).

Au total, ces choix conduisent la Banque à une estimation centrale de la valeur d'entreprise d'*Artefact* très proche de celle résultant de nos travaux, la profitabilité inférieure retenue par la Banque étant compensée par une croissance de la marge brute supérieure. Nous soulignons que l'amplitude de la fourchette d'évaluation ressortant de la



---

mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque est inférieure à la nôtre. En effet, la Banque détermine cette fourchette à partir de la sensibilité de la valeur au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, tandis que nous établissons cette fourchette sur la base d'une sensibilité effectuée sur le taux de marge d'EBITDAr normatif.

- S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, les principales différences entre nos travaux et ceux de la Banque proviennent de la prise en compte du dernier arrêté comptable disponible au 30 juin 2021 dans nos travaux, d'un écart d'ajustement de BFR et de la prise en compte des coûts de transaction liés à l'Opération par la Banque. Au total, l'écart entre les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de capitaux propres s'élève à 7,1 m€.
- Enfin, s'agissant du taux d'actualisation, les taux d'actualisation utilisés sont identiques dans les deux rapports d'évaluation (9,70 %), en dépit de différences significatives dans l'estimation de leurs composantes respectives et dans les méthodologies employées. En effet, le taux retenu par la Banque repose sur une estimation à court terme du taux sans risque (moyenne des 6 derniers mois des taux offerts par l'OAT 10 ans) et de la prime de risque de marché (moyenne des six derniers mois de la prime de risque prospective estimée par un bureau d'études tiers), alors que, pour notre part, le taux d'actualisation repose sur une approche normative de ces deux paramètres. En outre, la Banque intègre une prime de taille de 2,2 %.

## 5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

En raison de l'absence de société parfaitement comparable, notamment en termes de mix d'activités, la Banque s'appuie sur un ensemble de vingt sociétés, réparties en trois échantillons : *Digital agencies & hybrid consultancy*, *IT services* et *Marketing Activation & Automation*. Cet échantillon est plus large que celui retenu dans nos propres travaux. En effet, nous avons adopté une démarche restrictive, qui a conduit notamment à écarter les agences digitales et les SSII, pour ne retenir que des sociétés de conseil en marketing et digital. De plus, nous avons exclu les sociétés n'ayant pas une croissance bénéficiaire comparable à celle d'*Artefact*, ainsi que les sociétés de taille trop petite.

La Banque au même titre que nous ne retient que les multiples d'EBITDA dans la mesure où l'intensité capitalistique d'*Artefact* est faible. Les années de référence considérées par la Banque pour le calcul des multiples sont les années 2021 et 2022, contrairement à nos propres travaux qui reposent uniquement sur les multiples 2022. En effet, nous considérons que les multiples 2022 permettent de neutraliser au moins en partie les biais éventuels résultant de différences dans les trajectoires de reprise post crise sanitaire.

Enfin, compte tenu de la difficulté d'identifier des sociétés suffisamment comparables compte tenu du positionnement unique d'*Artefact*, nous concluons que la méthode des comparaisons boursières ne peut pas être mise en œuvre de façon suffisamment fiable. Pour sa part, la Banque retient la méthode et présente une fourchette d'estimations comprises entre 5,73 € et 5,91 € par action. Ces estimations sont très inférieures à celles présentées à titre indicatif dans nos travaux et obtenues sur la base des seuls multiples des sociétés *Next 15* et *Ascential*, considérées comme les plus comparables à *Artefact*.



### 5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

La Banque a retenu un échantillon d'une trentaine de transactions jugées pertinentes, sur trois segments distincts (*Digital advertising & consulting, IT services et Marketing activation & automation*), et sur une période relativement longue remontant jusqu'à septembre 2014. De notre côté, nous nous sommes concentrés sur des transactions récentes (dix-huit derniers mois), considérant qu'il est plus pertinent de retenir des transactions réalisées dans un contexte économique similaire intégrant la récente crise sanitaire.

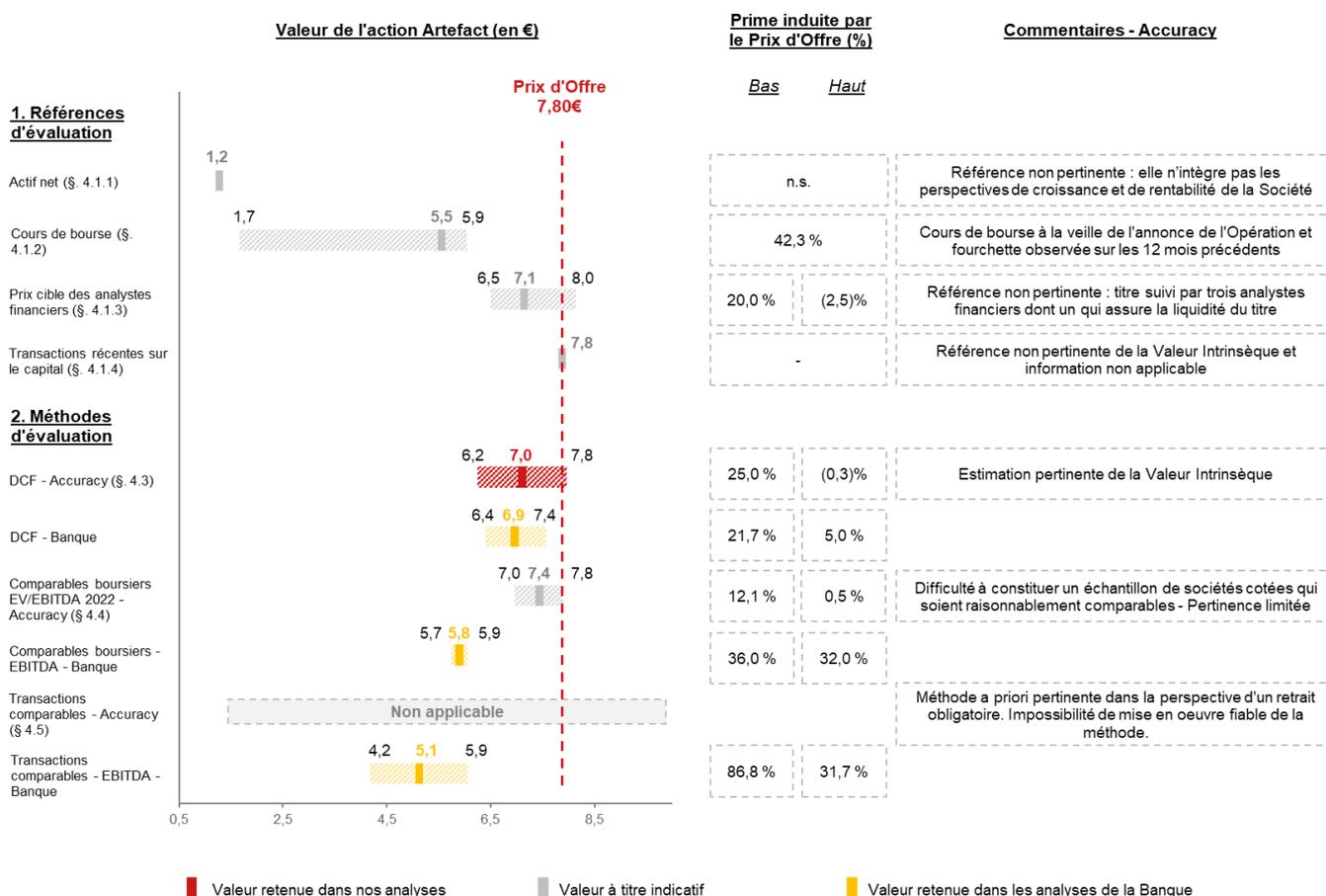
Les transactions récentes sélectionnées par la Banque font toute partie de notre propre échantillon.

Après analyse de treize transactions identifiées dans le secteur, nous avons conclu à l'absence de transaction récente qui soit pertinente dans le contexte.

L'analyse de la Banque fait ressortir une fourchette d'estimations relativement large, entre 4,18 € et 5,92 € par action.

### 5.4. Synthèse globale des résultats

Le graphique ci-dessous rappelle de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *Artefact* et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèque et analogique, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par la Banque.



---

## 6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Le 17 septembre 2021, la société *BidSky* (« l'Initiateur »), contrôlée par un consortium d'investisseurs (*Ardian Expansion Fund V.SL.P.* et *Cathay Capital Private Equity*), a annoncé avoir signé un contrat d'acquisition (le « **Contrat d'Acquisition** ») avec les principaux actionnaires d'*Artefact* (la « **Société** »), à savoir M. François de la Villardière, Président du Conseil d'administration d'*Artefact*, les co-fondateurs et co-dirigeants d'*Artefact*, MM. Vincent Luciani, et Guillaume de Roquemaurel, (les « **Fondateurs** »), certains actionnaires de référence, dont les fonds d'investissement *Fonds Nobel*, *Financière Arbevel*, *Truffle Capital* et *Otus Capital Management*, ainsi que plusieurs managers et actionnaires minoritaires (ensemble les « **Vendeurs** »).

Aux termes du Contrat d'Acquisition, *BidSky* a procédé à l'acquisition du bloc de titres suivant :

- (i) une participation majoritaire dans *Artefact* représentant 50,36 % du capital, au prix de 7,80 € par action,
- (ii) l'intégralité des 20 000 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** »), au prix de 1 190 € par BSA, soit un prix conférant une valeur de 7,80 € aux actions ordinaires résultant de l'exercice d'un BSA.

Toujours en vertu du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur a acquis une participation complémentaire, représentant 1,84 % du capital d'*Artefact* le 4 octobre 2021.

Le Contrat d'Acquisition fait suite à la promesse d'achat conclue entre les Vendeurs et *BidSky* le 25 juillet 2021. Il prévoit des mécanismes de liquidité relatifs aux actions de préférence émises par la Société (« **ADP 2** ») et aux actions attribuées gratuitement ne pouvant être cédées ou apportées à l'Offre en raison de contraintes juridiques et/ou fiscales (les « **AGA** »).

Aux termes du Contrat d'Acquisition, les Fondateurs ainsi que certains dirigeants de la Société ont également réinvesti (ou réinvestiront) une fraction du produit de cession de leurs titres *Artefact* au sein de la société *TopSky*, associé unique de *BidSky*.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Artefact*, l'Initiateur est tenu de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée (« l'**Offre** ») sur le solde du capital de la Société au prix de 7,80 € par action (le « **Prix d'Offre** »). *BidSky* a également indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires d'*Artefact* (les « **Actionnaires Minoritaires** ») ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote d'*Artefact*.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'Administration de la Société, sur recommandation d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet et composé majoritairement d'administrateurs indépendants au sens des règles du Code *Middlenext*, a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « 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 » (alinéa I - 1°) ;



- 
- (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
  - (iii) « 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 » (alinéa I – 4°) ;
  - (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire *stricto sensu*, nous estimons que le prix de 7,80 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par *BidSky*, initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus par l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Nous avons porté une attention particulière aux accords relatifs aux conditions d'investissement ou de réinvestissement des Fondateurs et des autres actionnaires salariés (le « **Management Package** »). Il ressort en particulier de nos analyses que :

- Les prix retenus pour les apports d'actions et de *BSA Artefact* détenus par les Fondateurs et les salariés-actionnaires sont en cohérence avec le Prix d'Offre.
- Sur la base de notre revue du rapport d'évaluation du Management Package rédigé par un expert indépendant et de nos propres analyses, la valeur unitaire des instruments émis en rémunération desdits apports semble raisonnable.
- Les perspectives de rentabilité proposées aux Fondateurs et aux managers de la Société dans le cadre du Management Package sont cohérentes avec celles offertes aux managers dans le cadre d'opérations de *Leverage Buy Out* (ou LBO) récentes dans lesquelles *Accuracy* est intervenue.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 7,80 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre - 0,3 % et 25,0 %, niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard des considérations suivantes :

- Ce prix résulte d'un processus de cession compétitif, remporté par le consortium d'investisseurs dirigé par *Ardian Expansion*.
- Il reflète un scénario relativement optimiste correspondant au maintien à perpétuité d'une marge d'EBITDAr de 23,5 %, correspondant au milieu de fourchettes des objectifs annoncés par la Société à l'horizon 2025.



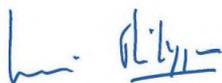
- 
- Les synergies immédiates attendues de l'Opération sont peu significatives, comme le confirme d'ailleurs l'absence d'acquéreur industriel dans la phase finale du processus de cession.
  - A terme, dans un secteur d'activité où le capital humain est la principale ressource, les synergies futures qui pourraient être dégagées de la cession du contrôle de la Société ont une valeur actuelle nécessairement modeste, en raison à la fois de leur nature et de leur risque d'exécution.

S'agissant de l'intérêt, d'un point de vue financier, que l'Offre présente pour les actionnaires minoritaires d'*Artefact*, ceux qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions à un prix qui intègre pleinement la Valeur Intrinsèque de la Société.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires d'*Artefact*, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Paris, le 4 novembre 2021

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe  
Associé



Guillaume Charton  
Directeur

---

## Annexe 1. Lettre de mission



in excellent company

**Artefact S.A.**

### **Lettre de mission**

Expertise indépendante  
dans le cadre du projet d'offre publique  
sur les titres de la Société

Juillet 2021

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



---

## LETTRE DE MISSION

Artefact  
19, rue Richer  
75009 Paris

A l'attention de Monsieur Guillaume DE ROQUEMAUREL

Fait à Paris, le 21 juillet 2021

### Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « Services »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

*Artefact S.A.* (ci-après désigné « *Artefact* », le « Client » ou la « Société ») et *Accuracy* seront désignés conjointement comme les « Parties ».

### Contexte et objet de la mission

*Artefact* est une société innovante cotée sur *Euronext Growth* à Paris. À la croisée des activités de marketing, conseil et data science, la Société est née de la fusion entre la startup *Artefact SAS* créée en 2015 et l'agence média *NetBooster* fondée en 1998. Elle offre à ses clients (plus de 300 groupes internationaux de premier rang) des prestations de conseil en données et des solutions marketing numériques fondées sur la donnée.

Elle emploie aujourd'hui près de 800 collaborateurs dans 13 pays et a réalisé à fin 2020 une marge brute de plus de 70m€. Courant juin 2021, la Société affichait une capitalisation d'environ 160m€.

A cette date, le capital de la Société est réparti entre ses fondateurs (environ 24%), des investisseurs institutionnels (30%) et le flottant (46%).

Nous comprenons que les actionnaires envisagent aujourd'hui la cession, dans le cadre d'un processus compétitif, d'un bloc de contrôle comprenant plus de 50% des actions ordinaires de la Société et l'intégralité des bons de souscription d'actions (les « BSA ») détenus par des managers de la Société. Conformément à la réglementation en vigueur, cette transaction donnera lieu à la mise en œuvre d'une offre publique d'achat obligatoire (« l'Offre ») sur l'ensemble des titres de la Société, à l'exception des actions gratuites indisponibles (sous période d'acquisition ou période de conservation) pour lesquelles un mécanisme de liquidité sera offert, des actions auto-détenues par la Société et des actions de préférence (les « ADP 2 ») non cessibles et non cotées détenues par les co-fondateurs et des managers actuels et anciens de la Société et pour lesquelles un mécanisme de liquidité sera également offert.

C'est dans ce contexte, que vous nous avez sollicités afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.



---

## Fondements réglementaires

La Société serait tenue de désigner un expert indépendant dans la mesure où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car :

- La Société sera contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I alinéa 1 du règlement général de l'AMF).
- Nous comprenons que les dirigeants de la Société pourraient conclure un accord avec l'initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, cet accord prévoyant notamment les conditions de réinvestissement et de rémunération (*management package*) des dirigeants (article 261-1 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF).
- La cession d'un bloc de contrôle serait prise en compte en tant qu'opération connexe à l'Offre et élément de référence pour l'appréciation du prix proposé aux actionnaires en contrepartie de leur désengagement du capital de la Société (article 261-1 I alinéa 4 du règlement général de l'AMF).

Enfin, nous comprenons qu'il est probable que l'initiateur de l'Offre ait l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire de la Société à l'issue de l'Offre (article 261-1 II du règlement général de l'AMF), si les conditions le permettent, ce qui rendrait également obligatoire la désignation d'un expert indépendant.

Dans ce contexte, les travaux de l'expert indépendant auront plusieurs objectifs :

- L'expert devra s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières de l'Offre.
- Il devra également s'assurer que l'Offre et les accords conclus dans le cadre de l'Offre ne portent pas atteinte à l'égalité de traitement entre les différentes catégories de porteurs de titres (actions ordinaires, BSA et ADP 2).
- Enfin, il devra se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'Offre comme prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

## Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*, en charge du contrôle qualité.

## Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n°DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy*,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,

- 
- une description détaillée des diligences mis en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
  - notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires et, le cas échéant des ADP 2 et des BSA d'Artefact, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'initiateur, selon une approche multicritères,
  - une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'initiateur dont la banque présentatrice,
  - le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
  - notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
  - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société et pourra être rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité sera réalisé sous la direction de M. Bruno Husson, en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

## Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

À ce stade, nous comprenons qu'il est prévu que la cession du bloc de contrôle soit réalisée vers fin septembre 2021 et que l'Offre soit déposée au cours du mois d'octobre 2021 et nous pourrions vous communiquer un premier projet de rapport courant septembre 2021.

Ce projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible au moins une semaine avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).

## Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.



---

## Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Guillaume Charton, *Director*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission dont un manager disposant d'une expérience de près de cinq ans en conseil financier.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail					
	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner / Director	10	10	20	20	60
Manager	20	20	40	40	120
Analyste	40	40	40	-	120
				Total	300
<b>Revue qualité</b>					
Partner / Director	2	2	2	8	14
				Total (y/c revue qualité)	314

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters* ;
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

## Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 150 000 (cent-cinquante mille) euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par l'Offre), les Parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 30 000 euros, hors taxes et frais.

---

### Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

### Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

### Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

### Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

### Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

### Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

### Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

---

Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

Veillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

**Accuracy**

---



Henri PHILIPPE  
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

**Artefact S.A.**

---



Guillaume DE ROQUEMAUREL  
Directeur Général

## Annexe 2. Etats financiers consolidés de la Société

### Artefact - Compte de résultat

en k€	2018	2019	2020	S1 2021
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Non audité
Chiffre d'affaires	62 488	69 717	75 076	45 309
- Coût des ventes	2 489	4 099	4 811	5 049
<b>= Marge brute</b>	<b>59 999</b>	<b>65 618</b>	<b>70 265</b>	<b>40 261</b>
% croissance	27,3 %	9,4 %	7,1 %	
- Charges de personnel	43 319	51 085	48 683	26 721
- Charges externes	13 049	13 212	8 985	4 429
- Impôts et taxes	404	390	434	265
+ Autres produits et charges courants	1 397	2 034	1 762	589
<b>= EBITDAr</b>	<b>4 624</b>	<b>2 965</b>	<b>13 925</b>	<b>9 434</b>
% marge brute	7,7 %	4,5 %	19,8 %	23,4 %
- Charges de personnel - IFRS 2	2 177	2 546	2 602	
- Charges de personnel - IFRS 3	115	1 072	983	
+ Charges de loyer - Impact IFRS 16		2 963	2 780	
<b>= EBITDA</b>	<b>2 332</b>	<b>2 310</b>	<b>13 120</b>	
% marge brute	3,9 %	3,5 %	18,7 %	
- Dotations aux amortissements et provisions	1 335	4 450	1 168	
- Amortissement du droit d'utilisation - Impact IFRS 16	-	2 860	2 682	
- Autres produits et charges non courants	754	1 871	1 103	
- Perte de valeur d'actif IFRS 16	-	177	139	
<b>= EBIT</b>	<b>243</b>	<b>(7 048)</b>	<b>8 028</b>	
% marge brute	0,4 %	(10,7)%	11,4 %	
+ Résultat financier net	(117)	(672)	(4 301)	
+ Impôt sur le résultat	209	(498)	139	
<b>= Résultat net des activités poursuivies</b>	<b>335</b>	<b>(8 218)</b>	<b>3 866</b>	
- Quote-part dans les résultats des mises en équivalence	-	-	932	
+ Résultat net des activités abandonnées	(1 151)	(6 752)	46	
<b>= Résultat net de la période</b>	<b>(816)</b>	<b>(14 970)</b>	<b>2 980</b>	
- Intérêts minoritaires	343	227	193	
<b>= Résultat net part du groupe</b>	<b>(1 159)</b>	<b>(15 197)</b>	<b>2 787</b>	

Source : Rapports annuels, Management

## Artefact - Bilan économique

en k€	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Juin-21
	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Non audité
Goodwill	54 422	46 648	44 982	45 528
+ Immobilisations incorporelles	4 162	3 801	3 352	3 387
+ Immobilisations corporelles	1 679	1 385	924	893
+ Immobilisations financières	844	1 198	1 371	1 271
+ Actif net classé	-	(426)	-	-
<b>= Actif immobilisé</b>	<b>61 107</b>	<b>52 606</b>	<b>50 629</b>	<b>51 078</b>
Clients et comptes rattachés	57 716	55 453	55 593	67 359
+ Fournisseurs et autres créiteurs	(55 480)	(50 103)	(40 896)	(60 448)
+ Autres actifs / passifs	(6 545)	(6 649)	(10 456)	6 350
<b>= Besoin en fonds de roulement</b>	<b>(4 309)</b>	<b>(1 299)</b>	<b>4 241</b>	<b>13 261</b>
+ Actif / passif impôts différés	2 374	2 425	4 480	4 555
<b>= Capitaux employés (avant IFRS 16)</b>	<b>59 172</b>	<b>53 732</b>	<b>59 350</b>	<b>68 894</b>
+ Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	-	6 137	3 499	4 190
<b>= Capitaux employés</b>	<b>59 172</b>	<b>59 869</b>	<b>62 849</b>	<b>73 084</b>
Capital émis	3 267	3 303	3 418	3 419
+ Primes	57 230	57 222	57 100	56 803
+ Réserves	(3 300)	(1 205)	(14 834)	(8 493)
+ Résultat de l'exercice	(1 158)	(15 197)	2 786	(1 354)
<b>= Capitaux propres part du Groupe</b>	<b>56 039</b>	<b>44 123</b>	<b>48 470</b>	<b>50 376</b>
+ Intérêts minoritaires	1 243	1 099	683	456
<b>= Capitaux propres</b>	<b>57 282</b>	<b>45 222</b>	<b>49 153</b>	<b>50 832</b>
+ Provisions	570	1 823	1 289	879
Dette financière	15 224	18 242	30 174	26 274
- Trésorerie et équivalent de trésorerie	16 490	14 741	27 942	19 063
<b>= Dette financière nette (avant IFRS 16)</b>	<b>(1 266)</b>	<b>3 501</b>	<b>2 232</b>	<b>7 211</b>
+ Autres passifs hors exploitation	2 586	3 066	6 468	9 689
<b>= Endettement financier net (avant IFRS 16)</b>	<b>1 320</b>	<b>6 567</b>	<b>8 700</b>	<b>16 900</b>
+ Dette de loyers relative aux contrats de location	-	6 257	3 707	4 474
<b>= Capitaux investis</b>	<b>59 172</b>	<b>59 869</b>	<b>62 849</b>	<b>73 084</b>

Source : Rapports annuels, comptes semestriels 2021



## Artefact - Flux de trésorerie

en k€	2019	2020
	Réalisé	Réalisé
<b>Résultat net des activités poursuivies</b>	<b>(8 219)</b>	<b>2 933</b>
<i>Elimination des produits et charges sans incidence sur la trésorerie</i>		
+ Résultat des sociétés MEQ	-	932
+ Dotations aux amortissements et dépréciations opérationnelles	7 196	3 678
+ Autres dotations aux provisions nettes	1 266	(534)
+ Plus ou moins-values de cessions	143	9
+ Variation de la juste valeur par résultat	-	3 252
+ Paiements fondés en actions IFRS 2	2 546	2 383
+ Impôt sur le résultat	498	(139)
+ Impôts versés	(438)	(815)
+ Autres éléments sans incidence sur la trésorerie	(5)	(166)
+ Coût de l'endettement financier net	793	769
+ Intérêts versés	(770)	(707)
<b>= Marge brute d'autofinancement</b>	<b>3 010</b>	<b>11 595</b>
<b>+ Variation du BFR lié à l'activité</b>	<b>(1 332)</b>	<b>(3 951)</b>
<b>= Flux de trésorerie générés par les activités poursuivies</b>	<b>1 678</b>	<b>7 644</b>
+ Incidence des variations de périmètre	(568)	(2 024)
+ Acquisitions d'immobilisations	(541)	(194)
+ Variation d'actifs financiers non courants	(510)	164
+ Cession des autres actifs non courants	-	-
+ Flux nets de trésorerie liés aux autres actifs et passifs	-	92
<b>= Flux liés aux opérations d'investissement des activités poursuivies</b>	<b>(1 619)</b>	<b>(1 962)</b>
+ Augmentation de capital	-	39
+ Souscriptions d'emprunts	2 256	26 785
+ Remboursement d'emprunts	(4 923)	(16 633)
+ Cession / acquisition d'actions propres	(112)	35
+ Produits d'intérêts reçus	-	-
+ Dividendes versés aux actionnaires minoritaires des filiales	(250)	(46)
+ Autres flux de trésorerie liés aux opérations de financement	(53)	324
<b>= Flux de trésorerie liés aux opérations de financement des activités poursuivies</b>	<b>(3 082)</b>	<b>10 504</b>
<b>= Variation de trésorerie nette des activités poursuivies</b>	<b>(3 023)</b>	<b>16 186</b>
+ Trésorerie nette à l'ouverture	15 329	11 659
+ Incidence des variations de change	(249)	38
+ Transfert entre activités poursuivies et activités abandonnées	(398)	-
<b>= Trésorerie nette à la clôture des activités poursuivies</b>	<b>11 659</b>	<b>27 883</b>
+ Variation de trésorerie nette des activités abandonnées	205	(150)
+ Trésorerie nette à l'ouverture	(55)	150
+ Incidence des variations de change	-	-
<b>= Trésorerie nette à la clôture des activités abandonnées</b>	<b>150</b>	<b>-</b>

Source : Rapports annuels

PF 1 : Proforma du reclassement en "activités abandonnées" des activités dans les pays Nordiques et en Italie uniquement

PF 2 : Proforma du reclassement en "activités abandonnées" des activités dans les pays Nordiques

## Annexe 3. Cours moyen pondéré de l'action *Artefact* au 23 juillet 2021 et au 27 septembre 2021

### Artefact - Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
23/07/2021	5,5	133 350	730 758	0,4 %	133 350	730 758	0,4 %	1,1 %
Dernière semaine	5,5	144 770	789 407	0,4 %	723 850	3 947 034	2,1 %	6,2 %
Dernier mois	5,3	131 225	695 332	0,4 %	2 886 950	15 297 315	8,4 %	24,7 %
3 derniers mois	4,9	104 489	507 598	0,3 %	6 791 810	32 993 856	19,9 %	58,2 %
6 derniers mois	4,2	126 906	532 330	0,4 %	16 243 960	68 138 282	47,5 %	139,2 %
12 derniers mois	3,3	139 145	455 090	0,4 %	35 760 180	116 958 093	104,6 %	306,4 %

Source : Capital IQ et analyse Accuracy

\* Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

### Artefact - Liquidité du titre au 27 septembre 2021

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
27/09/2021	7,8	59 520	461 280	0,2 %	59 520	461 280	0,2 %	0,5 %
Dernière semaine	7,7	287 882	2 230 848	0,8 %	1 439 410	11 154 240	4,2 %	12,3 %
Dernier mois	7,7	119 084	915 394	0,3 %	2 500 760	19 223 283	7,3 %	21,4 %
3 derniers mois	6,9	113 421	781 008	0,3 %	7 485 770	51 546 528	21,9 %	64,1 %
6 derniers mois	5,8	108 546	626 213	0,3 %	14 002 410	80 781 504	41,0 %	120,0 %
12 derniers mois	4,1	137 740	564 486	0,4 %	35 399 210	145 072 941	103,5 %	303,3 %

Source : Capital IQ et analyse Accuracy

\* Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes



## Annexe 4. Analyse de sensibilité – Taux de croissance normative

Taux de croissance normative de 1,0 % :

Artefact - Analyse de sensibilité

		Marge d'EBITDAr normative						
		17,5%	18,5%	19,5%	20,5%	21,5%	22,5%	23,5%
Taux d'actua- lisation	8,7 %	6,44 €	6,71 €	6,99 €	7,26 €	7,54 €	7,82 €	8,09 €
	9,2 %	6,22 €	6,49 €	6,75 €	7,01 €	7,27 €	7,53 €	7,79 €
	9,7 %	<b>6,04 €</b>	<b>6,28 €</b>	<b>6,53 €</b>	<b>6,78 €</b>	<b>7,03 €</b>	<b>7,28 €</b>	<b>7,52 €</b>
	10,2 %	5,87 €	6,10 €	6,34 €	6,58 €	6,81 €	7,05 €	7,29 €
	10,7 %	5,72 €	5,94 €	6,17 €	6,40 €	6,62 €	6,85 €	7,07 €

Taux de croissance normative de 2,0 % :

Artefact - Analyse de sensibilité

		Marge d'EBITDAr normative						
		17,5%	18,5%	19,5%	20,5%	21,5%	22,5%	23,5%
Taux d'actua- lisation	8,7 %	7,00 €	7,32 €	7,64 €	7,96 €	8,28 €	8,60 €	8,92 €
	9,2 %	6,72 €	7,02 €	7,32 €	7,62 €	7,92 €	8,22 €	8,52 €
	9,7 %	<b>6,47 €</b>	<b>6,75 €</b>	<b>7,04 €</b>	<b>7,32 €</b>	<b>7,60 €</b>	<b>7,88 €</b>	<b>8,17 €</b>
	10,2 %	6,25 €	6,52 €	6,79 €	7,06 €	7,33 €	7,59 €	7,86 €
	10,7 %	6,06 €	6,32 €	6,57 €	6,83 €	7,08 €	7,34 €	7,59 €

