

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE

tessi

EN REPONSE
A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT SES ACTIONS
INITIE 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'AMF (« **RGAMF** »), l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire en date du 26 octobre 2021, apposé le visa n°21-456 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

La Note en Réponse a été établie par Tessi et engage la responsabilité de son signataire.

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

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19, 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du RGAMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation représenté par Monsieur Maurice NUSSENBAUM, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

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

TESSI
14 rue des Arts et Métiers
38000 Grenoble

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

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

Table des matières

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1.	Présentation de l'Offre	4
1.2.	Contexte et motifs de l'Offre	5
1.2.3.1.	<i>Situation des bénéficiaires d'actions gratuites</i>	9
1.2.3.2.	<i>Promesses Croisées et Promesses Croisées Modifiées</i>	12
1.3.	Termes de l'Offre	15
1.4.	Structure du capital de la Société	15
1.5.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de Commerce	16
1.6.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce.....	17
1.7.	Liste des détenteurs de tout titre conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle	17
1.8.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	17
1.9.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	17
1.10.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.	17
1.11.	Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	18
1.12.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte aux intérêts de la Société	19
1.13.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire et les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	19
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	21
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	29
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	29
5.	INFORMATION DES SALARIES DE LA SOCIETE	30
6.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	30
7.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	30
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	30
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	31

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 articles 236-3 et 237-1 du RGAMF, Pixel Holding, société par actions simplifiée dont le siège est situé 30 bis, rue Sainte-Hélène à Lyon (69002), dont le numéro d'identification est 820 503 621 RCS de Lyon (« **Pixel Holding** » ou l'« **Initiateur** »), actionnaire majoritaire de la société Tessi, société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance dont le siège est situé 14, rue des Arts et Métiers à Grenoble (38000), dont le numéro d'identification est 071 501 571 RCS de Grenoble (« **Tessi** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004529147, mnémonique « TES », a déposé auprès de l'AMF une offre publique de retrait sur la Société (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») dans les conditions décrites dans la note d'information de l'Initiateur¹ (la « **Note d'Information** »), au prix de 168,60 euros² par action Tessi (le « **Prix d'Offre** »).

L'Initiateur est une filiale détenue à 100% par Pixel Holding 2, société par actions simplifiée elle-même détenue :

- à 65,45% par HLDI, société par actions simplifiée de droit français contrôlée par la société Dentressangle SAS, elle-même contrôlée par M. Norbert Dentressangle,
- à 20,24% par HLD Europe, société en commandite par actions de droit luxembourgeois,
- à 1,50% par Pixel Management, et
- à 12,81% par plusieurs managers et autres actionnaires.

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 3.175.756 actions Tessi représentant 3.190.956 droits de vote, soit 97,34% du capital et 96,93% des droits de vote théoriques de la Société³.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes Tessi non détenues par l'Initiateur, soit, à la date de la présente Note en Réponse, un nombre total maximum de 60.694 actions de la Société représentant 65.264 droits de vote, soit 1,86% du capital et 1,98% des droits de vote théoriques de la Société, déterminé comme suit :

Actions existantes	3.262.679
<i>moins</i> actions détenues directement par l'Initiateur	3.175.756
<i>moins</i> actions auto-détenues par Tessi assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de Commerce ⁴	1.008
<i>moins</i> actions gratuites Tessi ayant fait l'objet d'une Promesse Croisée Modifiée avec l'Initiateur et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de Commerce (cf. section 1.2.3 ci-après)	25.221
Total des actions visées par l'Offre	60.694

¹ Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) sous le numéro 221C2388.

² Net du dividende exceptionnel de 3,40 euros par action dont le paiement est intervenu le 28 juin 2021.

³ Sur la base d'un nombre total de 3.262.679 actions et de 3.292.049 droits de vote théoriques de la Société au 4 octobre 2021 (calculés en application de l'article 223-11, I., alinéa 2 du RGAMF).

⁴ Actions détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu entre la Société et Oddo BHF SCA en date 30 avril 2019 (le « **Contrat de Liquidité** »), lequel est suspendu depuis le début de la période de préoffre. Au titre du Contrat de Liquidité, Tessi dispose du droit de se voir restituer ces 1.008 actions détenues pour son compte par Oddo BHF SCA à la fin du Contrat de Liquidité.

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 Tessi, autres que les actions gratuites détaillées ci-dessous.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pour une durée d'au moins dix jours de négociation.

Dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Tessi visées par l'Offre non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 168,60 euros par action Tessi), nette de tout frais.

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par Société Générale, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1. Acquisition d'actions Tessi par l'Initiateur

a) Acquisition du bloc de contrôle par l'Initiateur en janvier 2017

Il est rappelé que le 12 janvier 2017, l'Initiateur a fait l'acquisition hors marché, auprès de la famille Rebouah, de 1.513.921 actions Tessi représentant à cette date 54,11% du capital et 53,97% des droits de vote théoriques de la Société.

b) Offres publiques d'achat déposées par l'Initiateur en janvier 2017 et 2019

L'acquisition du bloc de contrôle auprès de la famille Rebouah a conduit l'Initiateur à franchir les seuils de 30% du capital et des droits de vote de la Société et par conséquent à déposer, le 13 janvier 2017, une offre publique obligatoire d'achat simplifiée visant le solde du capital de Tessi, à l'issue de laquelle l'Initiateur détenait 1.520.111 actions Tessi représentant à cette date 54,33% du capital et 54,26% des droits de vote de la Société.

Le 8 janvier 2019, une nouvelle offre publique d'achat simplifiée a été initiée par Pixel Holding. A l'issue de cette offre, l'Initiateur détenait 2.003.203 actions Tessi représentant autant de droits de vote, soit 71,28% du capital et 71,13% des droits de vote de la Société.

c) Acquisitions ultérieures d'actions Tessi par l'Initiateur

Postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée de 2019, l'Initiateur a procédé à des acquisitions successives, pour un total de 1.172.553 actions, détaillées dans le tableau ci-dessous :

Dates d'acquisition	Nombre d'actions acquises	Prix en euros par action Tessi ⁵
5 mars 2019	3.491	114,7820
6 mars 2019	2.536	115,9592
7 mars 2019	321	116,1526
8 mars 2019	144	117,0000
10 décembre 2019	244.806	140,0000
11 décembre 2019	164.246	140,0000
21 octobre 2020**	130.474	120,0000
	111.963	120,0000
29 octobre 2020**	17.700	120,0000
10 novembre 2020	2.587	120,0000
11 novembre 2020	26	120,0000
14 janvier 2021	763	0,0262 *
14 janvier 2021	1.425	118,4652
15 janvier 2021	75	132,7566
15 janvier 2021	125	0,0080 *
15 janvier 2021	139	77,2250
15 janvier 2021	262	0,0038 *
3 mars 2021	202	130,5524
3 mars 2021	199	0,0050 *
1 ^{er} juin 2021	250.694	166,6000 ⁶
3 juin 2021**	240.375	168,6000 ⁷

* Acquisitions réalisées par Pixel Holding conformément aux termes des Promesses Croisées, à un prix d'un euro pour l'ensemble des actions gratuites Tessi détenues par les bénéficiaires concernés, et correspondant à des actions gratuites non économiquement acquises par leurs bénéficiaires (actions non vestées), de bénéficiaires ayant violé les Promesses Croisées ou tout engagement de non-concurrence conclu par ces derniers à l'égard de toute société du groupe Tessi, ou encore de cas de départ fautifs (licenciement pour faute grave ou lourde, etc.).

** Acquisitions ayant donné lieu à la conclusion de contrats d'acquisition hors marché (les « **Acquisitions** »), pour lesquels la date indiquée correspond à la date de conclusion de ces contrats.

A l'issue des Acquisitions, l'Initiateur détient 3.175.756 actions Tessi représentant 3.190.956 droits de vote de la Société, soit 97,34% du capital et 96,93% des droits de vote théoriques de la Société et a ainsi franchi le seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société⁸.

Les contrats d'acquisition mentionnés ci-dessus étaient pour certains d'entre eux assortis de clauses de complément de prix ayant toutes expiré à ce jour, à l'exception de celle prévue dans le contrat d'acquisition en date du 3 juin 2021 (le « **Contrat d'Acquisition** »), qui est décrite ci-après.

⁵ Prix moyen pondéré par les volumes, tel que ressortant des déclarations des dirigeants publiées sur le site de l'AMF.

⁶ Net du dividende exceptionnel de 3,40 euros versé au cessionnaire postérieurement à la vente, soit un prix de 170 euros par action dividende attaché.

⁷ Net du dividende exceptionnel de 3,40 euros versé au cessionnaire postérieurement à la vente, soit un prix de 172 euros par action dividende attaché.

⁸ Sur la base d'un nombre total de 3.262.679 actions et de 3.292.049 droits de vote théoriques de la Société au 4 octobre 2021 (calculés en application de l'article 223-11, I., alinéa 2 du RGAMF).

d) *Stipulations du Contrat d'Acquisition et engagements de l'Initiateur*

Aux termes du Contrat d'Acquisition, dans l'hypothèse où, entre le 3 juin 2021 et le 3 décembre 2021 (la « **Période de Référence** »), Pixel Holding ou toute société contrôlant, contrôlée par, ou placée sous un contrôle commun avec Pixel Holding :

- (i) annoncerait publiquement son intention de déposer une offre publique d'achat (volontaire ou obligatoire, et en ce compris sous la forme d'une offre publique de retrait) visant les actions de la Société, libellée à un prix par action supérieur à 168,60 euros (dividende exceptionnel détaché) (l'« **Offre Mieux-Disante** »), ou
- (ii) sous réserve que les actions Tessi soient admises aux négociations sur Euronext Paris à la date de ces opérations, procéderait à toute acquisition ou cession d'actions Tessi, portant sur plus de 500 actions Tessi pendant la Période de Référence, à un prix par action supérieur à 168,60 euros (dividende exceptionnel détaché), à l'exclusion toutefois (i) des opérations sur actions propres qui seraient effectuées en vertu d'un contrat de liquidité mis en place avec la Société, (ii) de l'octroi ou l'exercice de promesses de vente ou d'achat conclues avec des salariés ou anciens salariés de la Société ou de ses filiales, ou (iii) d'opérations intra-groupe ou réalisées au profit de dirigeants ou salariés d'entités du groupe de Tessi,

Pixel Holding devra payer au cédant (le « **Complément de Prix** ») :

- (a) dans le cas visé au (i) ci-dessus, au plus tard le troisième jour de négociation suivant celui au cours duquel aura été effectuée la dernière opération de règlement-livraison de l'Offre Mieux-Disante, un complément de prix égal à la différence (si elle est positive) entre le prix par action de la dernière opération de règlement-livraison de l'Offre Mieux-Disante et 168,60 euros par action (dividende exceptionnel détaché), multiplié par le nombre d'actions cédées par le cédant (à savoir 240.375 actions), étant précisé à toutes fins utiles que le Complément de Prix serait dû au cédant quand bien même la dernière opération de règlement-livraison de l'Offre Mieux-Disante interviendrait postérieurement à la Période de Référence ;
- (b) dans le cas visé au (ii) ci-dessus, au plus tard le troisième jour de négociation suivant celui au cours duquel aura été effectué le règlement-livraison des acquisitions ou cessions concernées, un complément de prix égal à la différence (si elle est positive) entre le prix par action des acquisitions ou cessions concernées et 168,60 euros par action (dividende exceptionnel détaché), multiplié par le nombre d'actions cédées par le cédant (à savoir 240.375 actions).

En cas de Complément de Prix successifs, le prix par action servant de base au calcul du ou des Compléments de Prix à verser serait majoré du ou des Compléments de Prix déjà dus.

L'Initiateur a précisé que le Prix d'Offre étant égal au prix par action qu'il a payé dans le cadre du Contrat d'Acquisition, l'Offre ne donnera lieu à aucun complément de prix au bénéfice du vendeur concerné.

En outre, l'Initiateur s'est engagé à :

- ne pas déposer une offre publique d'achat à un prix unitaire supérieur au Prix d'Offre durant la Période de Référence ;
- pour la période couverte par le Complément de Prix, à ne procéder à aucune acquisition ou cession d'actions Tessi à un prix supérieur au Prix d'Offre.

e) *Annonce du projet d'Offre et désignation de l'expert indépendant par la Société*

Dans des communiqués de presse du 3 juin 2021, Pixel Holding et Tessi ont annoncé le franchissement du seuil de 90% du capital et des droits de vote de Tessi par Pixel Holding, ainsi que l'intention de Pixel Holding de déposer auprès de l'AMF, au troisième trimestre 2021, un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions Tessi au prix de 172 euros par action (dividende exceptionnel de 3,40 euros attaché⁹).

Dans un communiqué de presse du 30 juin 2021, la Société a annoncé la désignation de Sorgem Evaluation (représenté par M. Maurice Nussembaum) en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») par le Conseil de surveillance de Tessi, dans le cadre de l'Offre, sur recommandation d'un comité *ad hoc* composé de trois membres du Conseil de surveillance (dont deux membres indépendants). L'Expert Indépendant a été chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre conformément aux articles 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du RGAMF. Son rapport est reproduit dans son intégralité dans la présente Note en Réponse. Le paiement du dividende exceptionnel d'un montant de 3,40 euros par action étant intervenu le 28 juin 2021, il a par ailleurs été précisé que le Prix de l'Offre s'entend coupon détaché, soit 168,60 euros par action Tessi.

1.2.2. Actions Tessi détenues par l'Initiateur

A la date de la présente Note en Réponse, le nombre d'actions et de droits de vote de la Société détenus par l'Initiateur est présenté dans le tableau ci-après :

⁹ Le dividende exceptionnel prélevé sur le poste « Primes » voté par les actionnaires de Tessi lors de l'assemblée générale mixte de Tessi du 21 juin 2021 s'élevant à 3,40 euros par action.

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
Pixel Holding (détention directe)	3.175.756	97,34%	3.190.956	96,93%
Pixel Holding (assimilation des actions auto-détenues par Tessi** en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de Commerce)	1.008	0,03%	(1.008)***	(0,03)% ***
Actions gratuites Tessi ayant fait l'objet d'une Promesse Croisée Modifiée avec l'Initiateur et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de Commerce (cf. section 1.2.3 ci-après)	25.221	0,77%	34.821	1,06%
<i>Sous-total Pixel Holding (détention directe et assimilée)</i>	<i>3.201.985</i>	<i>98,14%</i>	<i>3.225.777</i>	<i>97,99%</i>
Public	60.694	1,86%	65.264	1,98%
Sur un total de	3.262.679	100%	3.292.049	100%

* Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

** Correspondant aux 1.008 actions considérées comme détenues par la Société dans le cadre du Contrat de Liquidité conclu entre Oddo BHF SCA et la Société, lequel est suspendu depuis le début de la période de préoffre. Au titre du Contrat de Liquidité, Tessi dispose du droit de se voir restituer ces 1.008 actions détenues pour son compte par Oddo BHF SCA à la fin du Contrat de Liquidité.

*** Les 1.008 actions auto-détenues par Tessi sont privées de droits de vote. Ces droits de vote sont néanmoins pris en compte pour calculer le nombre total de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

1.2.3. Situation des bénéficiaires d'actions gratuites et promesses croisées

1.2.3.1. Situation des bénéficiaires d'actions gratuites

Il est indiqué que les actions gratuites de la Société attribuées les 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018¹⁰ qui représentent, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre égal à 33.091 actions Tessi déjà émises¹¹, seront, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) :

- (i) pour 15.521 d'entre elles, des actions déjà émises pour lesquelles la période de conservation est d'ores et déjà échue (11.233 au titre de la Tranche 1 du Plan 2017, 1.576 au titre de la Tranche 2 du Plan 2017, 1.431 au titre de la Tranche 3 du Plan 2017 et 1.281 au titre de la Tranche 2 du Plan 2018), parmi lesquelles :

¹⁰ Dans le cadre de l'autorisation octroyée par l'Assemblée générale extraordinaire de la Société du 29 juin 2017.

¹¹ Cf. section 1.2.3.1 ci-après pour le détail.

- (a) 3.190 ont déjà été acquises par l'Initiateur par exercice des Promesses d'Achat (401 au titre de la Tranche 1 du Plan 2017, 601 au titre de la Tranche 2 du Plan 2017, 1.180 au titre de la Tranche 3 du Plan 2017 et 1.008 au titre de la Tranche 2 du Plan 2018), à des prix compris entre 0,0038 euro¹² et 132,7566 euros par action, et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre ;
 - (b) 9.600 ont fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées de la part de leurs bénéficiaires (8.625 au titre de la Tranche 1 du Plan 2017 et 975 au titre de la Tranche 2 du Plan 2017) et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre dans la mesure où ces actions sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce, ces actions pouvant être acquises par l'Initiateur selon les modalités décrites en section 2.3.2 b) de la Note d'Information ;
 - (c) 2.731 n'ont pas fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées (2.207 au titre de la Tranche 1 du Plan 2017¹³, 251 au titre de la Tranche 3 du Plan 2017 et 273 au titre de la Tranche 2 du Plan 2018) et sont par conséquent visées par l'Offre et incluses dans le chiffre des 60.694 actions visées par l'Offre indiqué ci-dessus ;
- (ii) pour 17.570 d'entre elles, des actions déjà émises qui seront encore en période de conservation à la date de clôture de l'Offre au titre de la Tranche 1 du Plan 2018, parmi lesquelles :
- (a) 15.621 ont fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées de la part de leurs bénéficiaires et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre dans la mesure où ces actions sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de Commerce ;
 - (b) 1.949 n'ont pas fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées et sont par conséquent visées par l'Offre et incluses dans le chiffre des 60.694 actions visées par l'Offre indiqué ci-dessus dès lors que, bien qu'étant juridiquement indisponibles et ne pouvant par conséquent pas être apportées à l'Offre Publique de Retrait, elles seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

En outre, au titre de la Tranche 3 du Plan 2017 et de la Tranche 2 du Plan 2018, il existe 1.780 actions à émettre qui sont encore en période d'acquisition jusqu'à la survenance de certains événements au niveau de Pixel Holding 2¹⁴, et dans la mesure où elles ne seront pas émises à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, ne sont pas visées par l'Offre.

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

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des actions attribuées gratuitement par la Société :

¹² Il s'agit d'acquisitions réalisées par Pixel Holding conformément aux termes des Promesses Croisées, à un prix d'un euro pour l'ensemble des actions gratuites Tessi détenues par chaque bénéficiaire concerné et par tranche de plan d'actions gratuites, correspondant au cas d'actions gratuites non économiquement acquises par leurs bénéficiaires (actions non vestées), de bénéficiaires ayant violé les Promesses Croisées ou tout engagement de non-concurrence conclu par ces derniers à l'égard de toute société du groupe Tessi, ou encore de cas de départ fautifs (licenciement pour faute grave ou lourde, etc.).

¹³ En ce compris 401 actions qui ont été cédées sur le marché par un titulaire d'actions gratuites.

¹⁴ En cas de (i) changement de contrôle, liquidation volontaire ou admission aux négociations sur un marché réglementé ou sur Euronext Growth des titres de Pixel Holding ou Pixel Holding 2 ou (ii) demande d'acquisition anticipée faisant suite au transfert de résidence fiscale en France.

	PLAN 2017			PLAN 2018		PLAN 2019	
	Tranche 1 (résidents fiscaux français)	Tranche 2 (résidents fiscaux français)	Tranche 3 (résidents étrangers)	Tranche 1 (résidents fiscaux français)	Tranche 2 (résidents étrangers)	Tranche 1 (résidents fiscaux français)	Tranche 2 (résidents étrangers)
Date de l'assemblée générale	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017
Date du directoire	21/09/2017	21/11/2017	21/11/2017	21/12/2018	21/12/2018	27/12/2019	27/12/2019
Actions attribuées (maximum)	14.196	1.991	3.416	26.144	4.122	41.824	5.308
Date d'acquisition ou d'attribution effective	21/09/2018	21/11/2018	Survenance de certains événements au niveau de Pixel Holding 2 ou Pixel Holding (1)	21/12/2019	Survenance de certains événements au niveau de Pixel Holding 2 ou Pixel Holding (1)	27/12/2020	Survenance de certains événements au niveau de Pixel Holding 2 ou Pixel Holding (1)
Actions gratuites définitivement attribuées	11.233	1.576	2.204 (2)	17.570	2.288 (2)	0 (attribution caduque)(3)	0 (attribution caduque)(3)
Date de fin de la période de conservation	21/09/2020	21/11/2020	N/A (4)	21/12/2021	N/A (4)	N/A	N/A
Actions ayant été acquises par Pixel Holding par exercice des Promesses d'Achat	401	601	1.180	0	1.008	0	0
Actions émises ayant fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées	8.625	975	0	15.621	0	0	0
Actions émises n'ayant pas fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées	2.207 (5)	0	251 (6)	1.949	273 (6)	0	0
Actions à émettre restant à attribuer (maximum)	0	0	773	0	1.007	0	0

- (1) En cas de (i) changement de contrôle, liquidation volontaire ou admission aux négociations sur un marché réglementé ou sur Euronext Growth des titres de Pixel Holding ou Pixel Holding 2 ou (ii) demande d'acquisition anticipée faisant suite au transfert de résidence fiscale en France.
- (2) Par exception, le directoire de la Société a décidé l'expiration par anticipation de la période d'acquisition de (i) 1.431 actions gratuites au titre du Plan 2017 et (ii) 1.281 actions gratuites au titre du Plan 2018, ces actions étant visées dans le cadre de l'Offre. 773 actions gratuites restent à attribuer au titre de la Tranche 3 du Plan 2017 et 1.007 au titre de la Tranche 2 du Plan 2018.
- (3) Les critères de performance au titre du Plan 2019 n'ayant pas été satisfaits, l'attribution des actions au titre du Plan 2019 est devenue caduque.
- (4) Ces actions ne sont pas soumises à une période de conservation.
- (5) En ce compris 401 actions qui ont été cédées sur le marché par un titulaire d'actions gratuites.
- (6) Ces actions, qui concernent un seul bénéficiaire d'actions gratuites ayant quitté le groupe Tessi, ont donné lieu à l'émission de 524 actions Tessi le 10 septembre 2021. Ces actions, librement disponibles, sont par conséquent visées par l'Offre et il a été convenu, par accord en date du 7 septembre 2021, qu'elles seraient apportées à l'Offre par leur bénéficiaire.

A la connaissance de l'Initiateur, à l'exception des actions gratuites décrites ci-dessus, aucune autre action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation n'a été attribuée par la Société.

1.2.3.2. Promesses Croisées et Promesses Croisées Modifiées

a) Rappel des termes des Promesses Croisées

Il est rappelé que les bénéficiaires d'actions gratuites Tessi ont conclu avec l'Initiateur des promesses d'achat et de vente (les « **Promesses Croisées** ») portant sur leurs actions gratuites Tessi, dont les termes sont décrits en section 2.4 de la note d'information ayant reçu le visa AMF n°19-038 en date du 5 février 2019, disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Dans ce cadre :

- (i) au titre des promesses de vente (les « **Promesses de Vente** »), Pixel Holding peut acquérir les actions gratuites Tessi concernées dans le délai de trois mois suivant la date de survenance de certains événements¹⁵ ou, dans certaines hypothèses, suivant le deuxième anniversaire de la date d'acquisition des actions gratuites concernées, à un prix par action correspondant :
- en cas de départ du titulaire d'actions gratuites ou de violation des Promesses Croisées ou de tout engagement de non-concurrence conclu par ce dernier à l'égard de toute société du groupe Tessi, à un prix n'excédant pas la valeur de marché de ces actions (déterminée comme la moyenne pondérée par les volumes des trente jours de bourse précédant la date de l'évènement rendant la promesse exerçable, diminuée le cas échéant du montant de toute distribution intermédiaire) ;
 - en cas de survenance de certains événements¹⁶, au prix unitaire fixé dans le cadre des opérations correspondantes, ce prix pouvant être complété, le cas échéant, d'un montant correspondant à l'éventuelle différence entre (x) le prix net d'impôt qui aurait été dû au titulaire d'actions gratuites concerné si ses actions gratuites avaient été détenues entre deux et huit ans et (y) le prix net d'impôt effectivement dû par celui-ci au titre de l'exercice de la Promesse de Vente ;
- (ii) au titre des promesses d'achat (les « **Promesses d'Achat** »), les titulaires d'actions gratuites Tessi peuvent, en cas de survenance de certains événements¹⁷, céder leurs actions gratuites à l'Initiateur dans un délai de trente jours suivant l'expiration de la période d'exercice de la Promesse de Vente, à un prix par action gratuite déterminé par référence à la valeur des fonds propres de la Société, calculée sur la base (x) de l'EBITDA ajusté de la Société et du multiple d'EBITDA ajusté implicite dérivant du prix de l'opération concernée, et (y) de la dette nette consolidée de la Société.

Les Promesses Croisées permettent en outre aux bénéficiaires d'actions gratuites de les apporter à toute offre publique qui serait déposée sur la Société.

Il est précisé que, préalablement à l'annonce de l'Offre, l'Initiateur a acquis un total de 3.190 actions (401 actions issues de la Tranche 1 du Plan 2017, 601 actions issues de la Tranche 2 du Plan 2017, 1.180 actions issues de la Tranche 3 du Plan 2017 et 1.008 actions issues de la Tranche 2 du Plan 2018) par voie d'exercice des Promesses Croisées.

¹⁵ A savoir : (i) certains cas de cessation des fonctions exercées au sein du groupe Tessi par le titulaire des actions gratuites, (ii) son décès ou invalidité permanente, (iii) la violations des Promesses Croisées ou de tout engagement de non-concurrence conclu par le titulaire des actions gratuites à l'égard de toute société du groupe Tessi, (iv) une décision de conformité de l'AMF d'une OPR déposée par l'Initiateur ou toute entité agissant de concert avec lui, (v) la réalisation d'un retrait obligatoire de la Société, ou (v) la réalisation d'un changement de contrôle de l'Initiateur, de la Société, d'une entité contrôlant l'Initiateur ou de toute autre société du groupe Tessi, donnant lieu à l'obligation de déposer une OPA sur Tessi.

¹⁶ A savoir : (i) une OPR portant sur la Société, (ii) la réalisation d'un retrait obligatoire de la Société, ou (iii) la réalisation d'un changement de contrôle de l'Initiateur ou d'une entité contrôlant l'Initiateur, ainsi que toute opération de fusion ayant pour conséquence une diminution de la participation cumulée de HLDI et HLDE au-dessous de 50% du capital social et des droits de vote du groupe Tessi, et toute vente à un tiers de bonne foi d'actifs représentant plus de 50% du chiffre d'affaires total du groupe Tessi.

¹⁷ A savoir : (i) la réalisation d'un retrait obligatoire de la Société ou (ii) la réalisation d'un changement de contrôle de l'Initiateur, de la Société, d'une entité contrôlant l'Initiateur ou de toute autre société du groupe Tessi, donnant lieu à l'obligation de déposer une OPA sur Tessi, étant précisé que les Promesses d'Achat ne sont exerçables que pour autant que les événements visés interviennent avant la fin de la période de conservation applicable.

b) Avenants aux Promesses Croisées

Dans la perspective de l'Offre, l'Initiateur l'ensemble des bénéficiaires d'actions gratuites Tessi se sont vu offrir la possibilité de conclure des avenants modifiant les Promesses Croisées (les « **Promesses Croisées Modifiées** »), de sorte à pouvoir rester exposés à la valeur Tessi tout en bénéficiant d'un mécanisme de liquidité en cas de réalisation des événements indiqués ci-dessous, compte tenu du fait que les actions de Tessi ne seront plus cotées à l'issue de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Les actions gratuites Tessi détenues par les bénéficiaires d'actions gratuites n'ayant pas souhaité rester actionnaires de Tessi sont quant à elles visées par l'Offre. Aux termes des Promesses Croisées Modifiées, conclues en date du 13 septembre 2021 :

- les titulaires des actions gratuites Tessi ont expressément renoncé à la faculté d'apporter leurs actions gratuites à l'Offre et ont conclu des engagements de non-apport irrévocables à l'Offre portant sur un total de 25.221 actions représentant autant de droits de vote, correspondant à 0,77% du capital et 1,06% des droits de vote de la Société, jusqu'à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire (incluse), lesdites actions, toutes inscrites en nominatif pur, ayant donné lieu à des instructions de blocage de leurs titulaires auprès du CM-CIC, en sa qualité de teneur de registre de la Société, étant précisé qu'en tout état de cause, ces actions sont assimilées à la détention de Pixel Holding en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de Commerce et ne sont par conséquent pas visées dans le cadre de l'Offre ;
- dans le cadre des éventuelles Réorganisations pouvant intervenir à compter de la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les titulaires des actions gratuites Tessi pourront se voir échanger leurs actions Tessi contre des actions de l'Initiateur ou de toute société appartenant au groupe de l'Initiateur dans le cadre des Fusions (cf. section 1.2.5 de la Note d'Information de l'Initiateur). En cas de réalisation des Fusions aboutissant à la détention par le titulaire des actions gratuites d'actions de Pixel Holding 2, celui-ci s'est engagé, s'il n'y était pas déjà partie, à adhérer sans réserve à un pacte simplifié relatif à Pixel Holding 2, et à procéder aux ajustements nécessaires des Promesses Croisées Modifiées pour tenir compte de ces opérations, étant précisé que le pacte simplifié relatif à Pixel Holding 2 prévoira une clause d'inaliénabilité jusqu'au 20 septembre 2027 (sauf transferts libres usuels), un droit de préemption à l'issue de la période d'inaliénabilité, ainsi qu'un droit de sortie conjointe (*tag along*) et de sortie forcée (*drag along*) et une clause relative aux droits et obligations des parties en cas d'introduction en bourse de Pixel Holding 2, une de ses filiales ou une société holding la contrôlant, et ne contiendra aucune clause de prix garanti au bénéfice des titulaires d'actions gratuites Tessi ;

A défaut de réalisation des Fusions aboutissant à la détention d'actions de Pixel Holding 2 par le titulaire des actions gratuites, ce dernier s'est irrévocablement engagé à procéder, préalablement à la réalisation d'un éventuel changement de contrôle de Pixel Holding ou de toute entité contrôlant Pixel Holding au profit d'un tiers, à apporter en nature l'intégralité de ses actions Tessi à Pixel Holding 2 sur simple demande de cette dernière, dans les huit jours ouvrés suivant la notification faite à ce titre par Pixel Holding 2. Cet apport sera effectué à une valeur d'apport et une valeur des actions de Pixel Holding 2 émises en rémunération de l'apport déterminées sur la base du prix applicable dans le cadre du changement de contrôle ;

- au titre des promesses de vente modifiées (les « **Promesses de Vente Modifiées** »), Pixel Holding peut acquérir les actions gratuites Tessi concernées dans le délai (x) d'un an suivant le dépôt de la présente Offre, à un prix correspondant au Prix d'Offre, ou (y) de trois mois suivant la date de survenance de certains événements¹⁸ ou, dans certaines hypothèses, suivant le deuxième anniversaire de la date d'attribution des actions gratuites concernées, à un prix par action correspondant¹⁹ :
 - (i) en cas de départ du titulaire d'actions gratuites ou de violation des Promesses Croisées Modifiées ou de tout engagement de non-concurrence conclu par ce dernier à l'égard de toute société du groupe Tessi, à un prix n'excédant pas la valeur de marché de ces actions (déterminée suivant l'application d'une formule fondée sur un multiple d'EBITDA n'excédant pas le multiple d'EBITDA induit par le Prix d'Offre, étant en outre précisé que le prix qui résulterait de l'exercice de ces options à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître, par transparence, un prix par action Tessi supérieur au Prix d'Offre) ;
 - (ii) en cas de survenance d'un Changement de Contrôle, au montant calculé par transparence sur la base de la valorisation retenue pour 100% des titres de Pixel Holding 2 dans le cadre du Changement de Contrôle, ce prix pouvant être complété, pour le cas des actions gratuites indisponibles avant la fin de la période de conservation applicable, d'un montant correspondant à l'éventuelle différence entre (x) le prix net d'impôt qui aurait été dû au titulaire d'actions gratuites concerné si ses actions gratuites avaient été disponibles et (y) le prix net d'impôt effectivement dû par celui-ci au titre de l'exercice de la Promesse de Vente Modifiée ;
- au titre des promesses d'achat modifiées (les « **Promesses d'Achat Modifiées** »), les titulaires d'actions gratuites Tessi peuvent, en cas de survenance d'un Changement de Contrôle²⁰, céder leurs actions gratuites Tessi à l'Initiateur dans un délai de trente jours suivant l'expiration de la période d'exercice de la Promesse de Vente Modifiée, à un prix par action gratuite (i) pour les actions gratuites qui seraient des actions gratuites disponibles, au montant calculé par transparence sur la base de la valorisation retenue pour 100% des titres de Pixel Holding 2 dans le cadre du Changement de Contrôle, et (ii) pour les actions gratuites qui seraient des actions gratuites indisponibles, déterminée suivant l'application d'une formule fondée sur un multiple d'EBITDA n'excédant pas le multiple d'EBITDA induit par le Prix d'Offre, étant en outre précisé que le prix qui résulterait de l'exercice de ces options à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître, par transparence, un prix par action Tessi supérieur au Prix d'Offre.

Les accords mentionnés à la présente section 1.2.3 ne font ressortir aucun avantage susceptible de constituer un éventuel complément de prix et ne contiennent aucune clause de prix garanti au bénéfice des titulaires d'actions gratuites de la Société.

1.2.4. Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de Commerce, l'Initiateur a déclaré auprès de l'AMF et de la Société avoir franchi en hausse, le 3 juin 2021, les seuils de 90% et 95% du capital et des droits de vote de la Société (cf. avis AMF n°221C1313 en date du 8 juin 2021).

¹⁸ A savoir : (i) certains cas de cessation des fonctions exercées au sein du groupe Tessi par le titulaire des actions gratuites, (ii) la violation des Promesses Croisées Modifiées ou de tout engagement de non-concurrence conclu par le titulaire des actions gratuites à l'égard de toute société du groupe Tessi, ou (iii) la réalisation d'un changement de contrôle de l'Initiateur ou d'une entité contrôlant l'Initiateur, ainsi que toute opération de fusion ayant pour conséquence une diminution de la participation cumulée de HLDI et HLDE au-dessous de 50% du capital social et des droits de vote du groupe Tessi, et toute vente à un tiers de bonne foi d'actifs représentant plus de 50% du chiffre d'affaires total du groupe Tessi (un « **Changement de Contrôle** »).

¹⁹ Etant précisé qu'en cas de désaccord sur le prix entre les parties, le prix sera déterminé par un expert.

²⁰ Deux titulaires d'actions gratuites bénéficient également d'une option de vente de leurs actions gratuites dans les trois mois suivant l'expiration de l'option d'achat d'un an de Pixel Holding suivant le dépôt de l'Offre, le prix d'exercice correspondant dans ce cas au Prix d'Offre.

1.2.5. Motifs de l'Offre

Actionnaire majoritaire de la Société depuis 2017 et détenant depuis le 3 juin 2021 plus de 90% du capital et des droits de vote de Tessi, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions de l'article 236-3 et 237-1 et suivants du RGAMF, l'Offre Publique de Retrait qui sera suivi d'une procédure de Retrait Obligatoire dès la clôture de l'Offre Publique de Retrait dans la mesure où les conditions d'application dudit Retrait Obligatoire sont d'ores et déjà réunies.

L'Offre est réalisée dans le but d'acquérir 100% du capital et des droits de vote de la Société, pour l'intégrer de manière plus complète au sein du groupe Pixel Holding.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à Pixel Holding de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et, dès lors, réduire les coûts qui y sont associés.

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté Société Générale afin de procéder à une évaluation des actions de la Société dont une synthèse est reproduite à la section 3 de la Note d'Information de l'Initiateur. Par ailleurs, le caractère équitable des conditions financières de l'Offre a fait l'objet d'une attestation d'équité établie par l'Expert Indépendant (cf. section 8 de la Note en Réponse).

1.3. Termes de l'Offre

1.3.1. Conditions auxquelles l'Offre est soumise

L'Offre n'est soumise à aucune condition d'obtention d'une autorisation réglementaire.

1.3.2. Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

La procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait est décrite à la section 2.5 de la Note d'Information.

1.3.3. Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.7 de la Note d'Information.

1.3.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.11 de la Note d'Information.

1.4. Structure du capital de la Société

Le capital social de Société s'élève à 6.525.358 euros, divisé en 3.262.679 actions, d'une valeur nominale de 2 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

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

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
Pixel Holding (détention directe)	3.175.756	97,34%	3.190.956	96,93%
Pixel Holding (assimilation des actions auto-détenues par Tessi** en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de Commerce)	1.008	0,03%	(1.008)***	(0,03)% ***
Actions gratuites Tessi ayant fait l'objet d'une Promesse Croisée Modifiée avec l'Initiateur et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de Commerce (cf. section 1.2.3. ci-après)	25.221	0,77%	34.821	1,06%
<i>Sous-total Pixel Holding (détention directe et assimilée)</i>	<i>3.201.985</i>	<i>98,14%</i>	<i>3.225.777</i>	<i>97,99%</i>
Public	60.694	1,86%	65.264	1,98%
Sur un total de	3.262.679	100%	3.292.049	100%

* Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

** Correspondant aux 1.008 actions considérées comme détenues par la Société dans le cadre du Contrat de Liquidité conclu entre Oddo BHF SCA et la Société, lequel est suspendu depuis le début de la période de préoffre. Au titre du Contrat de Liquidité, Tessi dispose du droit de se voir restituer ces 1.008 actions détenues pour son compte par Oddo BHF SCA à la fin du Contrat de Liquidité.

*** Les 1.008 actions auto-détenues par Tessi sont privées de droits de vote. Ces droits de vote sont néanmoins pris en compte pour calculer le nombre total de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

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

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

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

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

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

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

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

A la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti comme indiqué au tableau figurant au paragraphe 1.4 ci-dessus.

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

L'article 21 paragraphe 5 des statuts de la Société stipule que « *Tout titulaire d'actions entièrement libérées, qui justifie d'une inscription nominative à son nom depuis deux ans au moins, jouit du droit de vote double prévu par la loi. En outre, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double sera conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions nouvelles, pour lesquelles il bénéficie de ce droit* ».

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

- 1.8. 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.

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

En dehors des Promesses Croisées et des Avenants aux Promesses Croisées décrits en section 1.2.3.2 ci-dessus, la Société n'a connaissance, à la date de la présente Note en Réponse, d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote.

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

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

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

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

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

Date de l'Assemblée Générale	Nature des autorisations - délégations	Durée	Utilisation au cours de l'exercice	Montant nominal maximum autorisé et/ou pourcentage du capital autorisé
21 juin 2021 (15 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Directoire en vue du rachat, par la Société, de ses propres actions en application de l'article L. 22-10-62 du Code de Commerce	18 mois	Néant	10 % maximum du capital social
21 juin 2021 (17 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au Directoire à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions auto-détenues	18 mois	Néant	10 % maximum du capital social
21 juin 2021 (18 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au Directoire à l'effet d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ou de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou à des titres de créance de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des Actionnaires au profit d'une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques déterminées	18 mois	Néant	10 % maximum du capital social
21 juin 2021 (19 ^{ème} résolution)	Autorisation à donner au Directoire à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions ordinaires, existantes ou à émettre, aux membres du personnel salariés et/ou aux mandataires sociaux de la Société ou des sociétés liées ou à certains d'entre eux, emportant renonciation des Actionnaires à leur droit préférentiel de souscription	38 mois	Néant	10 % maximum du capital social
21 juin 2021 (20 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à donner au Directoire à l'effet de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés de la Société et des sociétés de son Groupe	26 mois	Néant	10 % maximum du capital social
25 juin 2020 (22 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à donner au Directoire, à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec maintien du droit préférentiel de souscription des Actionnaires	26 mois	Néant	Titres de capital : 5.600.000 euros Titres de créance (VMC) : 75.000.000 euros
25 juin 2020 (23 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à donner au Directoire à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec suppression du droit préférentiel de souscription des Actionnaires par offres au public autres que celles visées à l'article L. 411-2 du Code Monétaire et Financier	26 mois	Néant	Titres de capital : 5.600.000 euros Titres de créance (VMC) : 75.000.000 euros

Date de l'Assemblée Générale	Nature des autorisations - délégations	Durée	Utilisation au cours de l'exercice	Montant nominal maximum autorisé et/ou pourcentage du capital autorisé
25 juin 2020 (24 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à donner au Directoire, à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription des Actionnaires par offres au public visées à l'article L. 411-2 1° du Code Monétaire et Financier	26 mois	Néant	Titres de capital : 5.600.000 euros Titres de créance (VMC) : 75.000.000 euros
25 juin 2020 (25 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Directoire à l'effet de fixer, selon les modalités déterminées par l'assemblée générale, le prix d'émission des actions et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression droit préférentiel de souscription	26 mois	Néant	Titres de capital : 5.600.000 euros Titres de créance (VMC) : 75.000.000 euros

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

À la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

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

- Le contrat de travail de certains salariés du Groupe sont assortis d'une clause de non-concurrence. Ces salariés bénéficieront en contrepartie du respect de l'obligation de non-concurrence d'une durée d'un an, d'une indemnité, mensuelle, spéciale au minimum égale à 60 % du salaire moyen brut effectivement perçus par ces derniers au cours des 12 derniers mois précédant la date de cessation de leurs fonctions.
- Les membres du Directoire bénéficient, à la date de la présente Note en Réponse, des accords suivants prévoyant des indemnités pour ces derniers, s'ils sont révoqués ou non renouvelés dans leur mandat dans chaque cas pour une raison autre qu'une faute lourde²¹ :

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

1. Indemnités de départ

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

²¹ Communiqué du 27 février 2017 (source site internet de la Société)

- en cas de révocation ou de non-renouvellement de son mandat (dans chaque cas pour une raison autre qu'une faute lourde), d'une indemnité de révocation égale à un montant brut d'1.000.000 € ;

- en cas d'absence de prise en charge pendant un délai de carence/d'attente par l'assurance GSC souscrite à son profit et couvrant le risque de perte de son mandat, d'une indemnité compensatrice correspondant au montant net de charges sociales et d'impôts qu'elle aurait été en droit de percevoir au titre de son assurance GSC une fois le délai de carence/d'attente échu.

2. Indemnité de non-concurrence

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

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

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

1. Indemnités de départ

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

- en cas révocation ou de non-renouvellement de son mandat (dans chaque cas pour une raison autre qu'une faute lourde), d'une indemnité de révocation égale à un montant brut de 600.000 € ;

- en cas d'absence de prise en charge pendant un délai de carence/d'attente par l'assurance GSC souscrite à son profit et couvrant le risque de perte de son mandat, d'une indemnité compensatrice correspondant au montant net de charges sociales et d'impôts qu'il aurait été en droit de percevoir au titre de son assurance GSC une fois le délai de carence/d'attente échu.

2. Indemnité de non-concurrence

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

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

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du RGAMF, le Conseil de Surveillance, lors de sa réunion du 21 juin 2021, a mis en place un comité ad hoc composé de trois membres du Conseil de Surveillance, à savoir Monsieur Michel Angé et Monsieur Patrick Bataillard, membres indépendants du Conseil de Surveillance, et Madame Alix Guillon (le « **Comité ad hoc** »).

Le Comité ad hoc a été investi des missions suivantes : (i) proposer au Conseil de Surveillance la désignation d'un expert indépendant chargé de lui remettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre, (ii) s'assurer du suivi des travaux de l'expert indépendant et (iii) préparer un projet d'avis motivé à l'attention du Conseil de Surveillance de la Société sur l'intérêt de l'Offre que la société Pixel Holding a indiqué vouloir mettre en œuvre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

En application des articles 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du RGAMF, le Conseil de Surveillance de la Société a désigné, lors de sa réunion le 30 juin 2021, sur proposition du Comité ad hoc, le cabinet Sorgem Evaluation représenté par Monsieur Maurice Nussembaum, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le Comité ad hoc s'est réuni à plusieurs reprises :

- le 21 juin 2021 pour procéder à l'analyse des propositions d'intervention des experts indépendants potentiels en prenant notamment en compte comme critères de sélection leur expérience dans des missions similaires à celle relative à l'Offre, leurs compétences, leur indépendance, la composition et les qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à la mission ainsi que les moyens matériels dédiés à celle-ci ;
- le 24 juin 2021 pour interroger le cabinet Sorgem Evaluation en vue de sa présélection éventuelle ;
- le 25 juin pour décider de recommander au Conseil de Surveillance la sélection du Cabinet Sorgem Evaluation en qualité d'Expert Indépendant pour les besoins de l'Offre ;
- le 22 septembre 2021, pour faire un point sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation, discuter des méthodes d'évaluation financière privilégiées par ce dernier, notamment sur la base du business plan préparé et communiqué par le management de la Société ;
- le 4 octobre 2021 lors d'une réunion de synthèse, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport finalisé et sa conclusion étant précisé que celui-ci a été adressé un premier pré-rapport au Comité ad hoc le 29 septembre 2021. A cette occasion, le cabinet Sorgem Evaluation a confirmé au Comité ad hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission. A l'issue de cette réunion, le Comité ad hoc a arrêté les termes de son projet d'avis motivé sur le projet d'Offre et notamment du Retrait Obligatoire devant être remis au Conseil de Surveillance.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le Conseil de Surveillance de la Société s'est réuni le 5 octobre 2021, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'ensemble des membres du Conseil de Surveillance était présents, à savoir M. Vincent Ménez,, Mme Marine Dentressangle, M. Jean-Louis Savoye, Mme Nathalie Gak, M. Michel Angé, M. Daniel Aquaba, Mme Alix Guillon, M. Patrick Bataillard et la société HLD Conseils représentée par Mme Constance Lanègue, Membres du Conseil de Surveillance, M. Jean-Hubert Vial, Censeur, ainsi que M. Maurice Nussenbaum représentant le Cabinet Sorgem Evaluation, Expert Indépendant.

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

« Monsieur le Président constate que la majorité des membres du Conseil de Surveillance sont présents et qu'en conséquence le Conseil de Surveillance peut valablement délibérer sur l'ordre du jour suivant :

- Examen du projet d'offre publique de retrait visant les actions de la Société (l'« **Offre Publique de Retrait** ») déposée par Pixel Holding (l'« **Initiateur** ») auprès de l'Autorité des Marchés Financiers, laquelle Offre Publique de Retrait sera suivie de la mise en œuvre d'un de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») ; et remise, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF d'un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.
- (...);
- Questions diverses.

Préalablement à la réunion, il a été mis à la disposition des membres du Conseil de surveillance les documents suivants :

- (i) le projet d'avis motivé préparé par le Comité ad hoc conformément à l'article 261-1 III du RGAMF ;
- (ii) la lettre d'affirmation de la Société adressée au cabinet Sorgem Evaluation préalablement à la remise du rapport de ce dernier ;
- (iii) le projet de note d'information établi par l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par la Société Générale, qui a été déposé auprès de l'AMF le 14 septembre 2021 et fait l'objet de l'avis de dépôt AMF n° 221C2388 ;
- (iv) le rapport du cabinet Sorgem Evaluation en date du 4 octobre 2021, agissant en qualité d'Expert indépendant, conformément aux articles 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du RGAMF pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire ; et
- (v) le Projet de Note en Réponse de la Société établi conformément à l'article 231-19 du RGAMF et le projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du RGAMF.

(...)

Examen du projet d'offre publique de retrait visant les actions de la Société (l'« Offre Publique de Retrait ») déposée par Pixel Holding (l'« Initiateur ») auprès de l'Autorité des Marchés Financiers, laquelle Offre Publique de Retrait sera suivie de la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire (le « Retrait Obligatoire » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« Offre ») ; et remise, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF d'un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés

Monsieur le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du Règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société a constitué à compter du 21 juin 2021 un Comité ad hoc composé de Monsieur Michel Angé et Monsieur Patrick Bataillard, membres indépendants du Conseil de Surveillance, et de Madame Alix Guillon, membre du Conseil de Surveillance de la Société (le « **Comité ad hoc** »).

Ce Comité ad hoc a eu pour mission de proposer au Conseil la désignation d'un expert indépendant chargé de lui remettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre, et de préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Monsieur le Président rappelle que le Comité ad hoc a remis, au terme de sa mission, son projet d'avis motivé au Conseil de Surveillance et a recommandé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil de Surveillance, de considérer que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait.

Le Conseil de Surveillance **prend acte** des travaux du Comité ad hoc et de l'avis favorable à l'Offre de ce dernier contenu dans son projet d'avis motivé.

Les étapes ayant conduit à la désignation du Comité ad hoc ainsi que les travaux accomplis par ce dernier dans le cadre de sa mission sont résumés par le Président comme suit :

(i) Sélection et recommandation de l'expert indépendant

- L'opération envisagée avec Pixel Holding étant susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil de Surveillance, et afin de se conformer à l'article 261-1, I 1°, 261-1, I 2°, 261-1, II et 261-1 III du RGAMF, le Conseil de Surveillance a décidé, le 21 juin 2021, de constituer en son sein un Comité ad hoc composé d'une majorité de membres indépendants du Conseil de Surveillance.

Par suite, le Conseil de Surveillance a lors du même Conseil désigné Michel Angé et Monsieur Patrick Bataillard, membres du Conseil de Surveillance indépendants, et Madame Alix Guillon comme membres dudit Comité ad hoc.

Le Conseil de Surveillance a confié au Comité ad hoc le soin, conformément aux dispositions de l'article 261-1 III, d'une part de proposer au Conseil de Surveillance la désignation d'un expert indépendant chargé de remettre au Conseil un rapport sur les conditions financières de l'Offre, et d'autre part, d'assurer le suivi des travaux de l'expert et de préparer à l'intention du Conseil de Surveillance un projet d'avis motivé sur l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

- Suite à sa désignation, le Comité ad hoc a, le 21 juin 2021, examiné les propositions d'interventions de trois cabinets d'expertise indépendante.

Le 24 juin 2021, le Comité ad hoc a échangé avec le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Maurice Nussembaum, sur sa proposition d'intervention pour qu'il intervienne, le cas échéant, en qualité d'expert indépendant pour les besoins de l'Offre.

Après avoir vérifié que Sorgem Evaluation remplissait bien les critères de compétence, d'indépendance et disposait des moyens requis, le Comité ad hoc, a, le 25 juin 2021, décidé de recommander au Conseil de Surveillance d'accepter la proposition d'intervention de Sorgem Evaluation et à partager avec ce dernier des éléments d'informations nécessaires à la conduite de sa mission.

- Au cours de la séance du Conseil de Surveillance du 30 juin 2021, les membres du Comité ad hoc ont fait part au Conseil de Surveillance de leur recommandation sur le choix du Cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Maurice Nussembaum, pour intervenir en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil de Surveillance a décidé à l'unanimité de suivre la recommandation du Comité ad hoc et de désigner le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Maurice Nussembaum, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du RGAMF (l'« **Expert Indépendant** » ou « **SORGEM** »), afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

- Enfin, le Directeur Général de la Société a signé le 12 juillet 2021 la proposition d'intervention de Sorgem Evaluation.

(ii) Supervision des travaux de l'Expert Indépendant

Le Comité ad hoc s'est ensuite réuni par visioconférence à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant, représenté par Monsieur Maurice NUSSENBAUM, en vue d'assurer le suivi de ses travaux :

- le 22 septembre 2021, pour faire un point sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation, discuter des méthodes d'évaluation financière privilégiées par ce dernier, notamment sur la base du business plan préparé et communiqué par le management de la Société ;
- le 4 octobre 2021 lors d'une réunion de synthèse, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport finalisé et sa conclusion étant précisé que celui-ci a été adressé au Comité ad hoc le 29 septembre 2021 un premier pré-rapport. A cette occasion, le cabinet Sorgem Evaluation a confirmé au Comité ad hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission. A l'issue de cette réunion, le Comité ad hoc a arrêté les termes de son projet d'avis motivé devant être remis au Conseil de Surveillance.

(iii) Projet d'avis motivé du Comité ad hoc à destination du Conseil de Surveillance

Monsieur le Président donne la parole à Monsieur Patrick Bataillard.

Monsieur Patrick Bataillard rappelle que le Comité ad hoc s'est réuni le 4 octobre 2021, pour finaliser les termes de son projet d'avis motivé devant être remis au Conseil de Surveillance au regard du rapport de l'Expert Indépendant et du projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 14 septembre 2021.

Dans son projet d'avis, le Comité ad hoc a indiqué au Conseil de Surveillance qu'il :

- n'avait pas relevé dans le cadre de sa mission d'éléments de nature à remettre en cause, selon lui, le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant ;
- avait constaté qu'aucune question ou réflexion d'actionnaires de la Société n'a, à la date de son projet d'avis motivé, été reçue par la Société ni porté à sa connaissance ;
- avait noté que l'Initiateur proposait aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions, au prix d'Offre Publique de 168,60 euros par action; et
- avait eu confirmation que l'Expert indépendant avait bien pris en compte, en vue de l'établissement de son rapport les éléments propres à l'Offre tels que reflétés dans le projet de Note d'Information de l'Initiateur ;
- avait lui-même pris en compte dans son rapport les éléments propres à l'Offre tels que reflétés dans le projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Qu'en conséquence, le Comité ad hoc donne, à l'unanimité, un avis favorable au projet d'Offre.

a) Intérêt et conséquences de l'Offre pour la Société

Le Conseil a pris acte des éléments suivants qui résultent des intentions déclarées par l'Initiateur dans son projet de Note d'Information et qui ont été portés à la connaissance de l'Expert Indépendant.

Le Conseil prend acte que l'Initiateur a indiqué que l'Offre est réalisée dans un objectif d'intégration plus complète de Tessi au sein du groupe Pixel Holding.

Cette opération permettra à Pixel Holding de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations des actions Tessi sur Euronext Paris et, dès lors de réduire les coûts qui y sont associés.

Enfin, le Conseil prend note que l'Initiateur offre aux actionnaires de Tessi qui apporteront à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 168,60 euros par action, net du dividende exceptionnel de 3,40 euros par action dont le paiement est intervenu le 28 juin 2021, faisant apparaître les niveaux de primes indiqués en Section 3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

b) Intérêt et conséquences de l'Offre pour les salariés

L'initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Tessi et qu'elle ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Tessi en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines.

c) Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur a indiqué avoir l'intention de soutenir l'équipe dirigeante en place et le développement de la Société, de souhaiter maintenir les orientations stratégiques mises en œuvre par Tessi et poursuivre la politique industrielle, commerciale et financière de Tessi.

d) Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires - Synergies

L'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 168,60 euros par action, net du dividende exceptionnel de 3,40 euros par action dont le paiement est intervenu le 28 juin 2021, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre.

Le Conseil a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix de l'Offre de 168,60 euros, net du dividende exceptionnel de 3,40 euros par action dont le paiement est intervenu le 28 juin 2021, par action établis par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre.

Le Comité ad hoc rappelle que l'Expert Indépendant a procédé à une analyse des éléments d'appréciation du prix qui sont présentés dans son rapport figurant dans le Projet de Note en Réponse.

Le Conseil constate une forte convergence entre les conclusions de l'Expert Indépendant et celles de la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre.

Le Conseil constate que tant l'Expert Indépendant que l'Etablissement Présentateur ont écarté, car jugées non pertinentes pour apprécier le prix proposé, les méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué, l'actualisation des flux de dividendes, la référence aux objectifs de cours des analystes financiers.

Le Conseil observe de même que les méthodes de valorisation retenues pour l'appréciation du prix de l'Offre, à la fois par l'Expert Indépendant et l'Etablissement Présentateur, sont :

- ✓ la référence aux transactions récentes sur la capital de la Société : Au cours des 12 derniers mois, l'initiateur a réalisé plusieurs opérations sur le capital de la Société dont :
 - Le 21 octobre 2020, Pixel Holding a acquis hors marché trois blocs représentant au total 8% du capital de la Société, pour 120 € par action ;
 - Les 1^{er} et 3 juin 2021, Pixel Holding a procédé à l'acquisition de deux blocs d'actions représentant au total 15,1% du capital de la Société, pour un prix compris entre 170 et 172 euros par action (dividendes exceptionnels de 3,40 euros par action attachés).

Le prix offert de 168,60 euros par action Tessi (après détachement du dividende exceptionnel de 3,40 euros) est ainsi identique au prix le plus cher payé par l'Initiateur début juin 2021 lors de l'acquisition hors marché des blocs représentant 15,1% du capital de la Société.

Cette opération constitue une référence importante de valorisation, dans la mesure où le prix de 168,60€ par action a été offert à des actionnaires significatifs de la Société.

- ✓ la référence au cours de bourse (cette dernière méthode n'étant retenue qu'à titre indicatif par l'Expert Indépendant)

Les actions de Tessi sont admises aux négociations sur le marché Euronext à Paris (ISIN FR0004529147). Le cours de bourse constitue un élément de référence pertinent dans le cadre de l'appréciation de la valeur de la Société.

L'analyse des cours de bourse de la Société est basée sur des données au 1^{er} juin 2021, dernier jour de cotation précédant l'annonce du projet d'Offre. Depuis lors, l'action Tessi est négociée en dessous du Prix d'Offre.

Le tableau ci-dessous présente les primes induites par le Prix d'Offre avant détachement du dividende exceptionnel de 3,40 euros par action (soit un prix de 172 euros dividende attaché) en prenant pour référence le cours spot et les cours moyens pondérés par les volumes sur plusieurs périodes de références.

<i>Références au 01 juin 2021</i>	Cours de bourse	Prime induite par le Prix d'Offre
Cours spot à la clôture	126.00 €	+36.51%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	123.68 €	+39.07%
Moyenne pondérée par les volumes 60 jours	122.85 €	+40.01%
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	121.68 €	+41.35%
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	100.58 €	+71.01%
Plus Bas (12 Mois)	87.40 €	+96.80%
Plus Haut (12 Mois)	132.00 €	+30.30%

Source : Capital IQ

Le Prix d'Offre extériorise une prime de 36,5% sur le dernier cours de clôture avant annonce de l'Offre, ainsi que des primes de 40,0%, 41,4% et 71,0% respectivement sur les cours moyens pondérés par les volumes 60 jours, 6 mois et 12 mois.

Le total des volumes échangés représente 0,39% du capital et 14,8% du flottant (retenu comme le total des actionnaires autres que Pixel Holding et les deux cédants des blocs de 15,1% à Pixel Holding en juin 2021) sur les 6 derniers mois avant annonce, et 2,58% du capital et 97,5% du flottant sur les 12 derniers mois avant annonce.

Il convient de noter la faible liquidité de l'action, l'Offre permettant ainsi aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité immédiate.

✓ *l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (méthode DCF)*

Selon l'Etablissement Présentateur, l'actualisation des flux de trésorerie fait ressortir une valorisation de 137,9€ par action (cas central).

Le prix offert représente une prime de 22,3% par rapport à cette valeur.

Le Conseil prend acte de la conclusion de l'Expert Indépendant, le cabinet Sorgem Evaluation, dans son rapport :

« Au regard des considérations suivantes :

- **L'Offre est accompagnée d'accords conclus entre l'Initiateur et les dirigeants de Tessi susceptibles d'affecter leur indépendance, prévoyant des mécanismes de liquidité pour les porteurs d'actions gratuites. Ces promesses n'affectent pas l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre.**
- **Nous n'avons pas relevé d'Accords Connexes au sens de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF, alinéa 4.**
- **Le Prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette des valeurs obtenues par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, sachant que l'Initiateur est une holding d'investissements qui n'a pas la possibilité de dégager de synergies avec la Société. Plus spécifiquement, le Prix d'Offre fait apparaître des primes de +40,4% et +4,0% par rapport aux bornes basse et haute de la fourchette d'évaluation.**

- **Le Prix d’Offre est identique au prix le plus élevé payé par l’Initiateur lors de transactions réalisées sur le capital au cours des douze derniers mois.**

En conclusion, nous considérons que le Prix d’Offre de 168,60 € est équitable pour les porteurs de titres de la Société dans le cadre de l’Offre Publique de Retrait ainsi que du Retrait Obligatoire »

Après en avoir délibéré, le Conseil de Surveillance, connaissance prise (i) des termes de l’Offre, (ii) des motifs et intentions de l’Initiateur, (iii) de l’avis du Comité ad hoc, (iv) de la lettre d’affirmation communiquée à l’Expert Indépendant, (v) du rapport de l’Expert Indépendant, et (vi) des projets de Note en Réponse et de communiqué de presse relatif au projet de Note en Réponse établi par la Société en application de l’article 231-26 du RGAMF,

Constata que :

- l’Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l’Initiateur, à l’exclusion des 1.008 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 des 25.221 actions gratuites TESSI ayant fait l’objet d’une promesse croisée modifiée avec l’Initiateur (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, un nombre total maximum de 60.694 actions de la Société ;
- la Société, qui détient 1.008 actions, assimilées aux actions détenues par l’Initiateur, a décidé de ne pas apporter ces dernières à l’Offre ;
- Monsieur Michel Angé, qui détient 110 actions TESSI, a fait part de sa décision d’apporter à l’Offre la totalité des actions qu’il détient ;
- Monsieur Patrick Bataillard, qui détient 10 actions TESSI, a fait part de sa décision d’apporter à l’Offre la totalité des actions qu’il détient ;
- les autres Membres du Conseil de Surveillance ont déclaré ne pas détenir d’actions ;
- l’Initiateur a l’intention de demander à l’AMF dans le cadre de l’Offre Publique de Retrait la mise en œuvre d’un Retrait Obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société du marché réglementé Euronext Paris ;

Après échange de vues sur le projet d’Offre et au regard des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, à l’unanimité, en ce compris par conséquent les membres indépendants du Conseil de Surveillance :

Prend acte des conclusions de l’expert indépendant déclarant que le prix d’Offre de 168,60 € est équitable pour les porteurs de titres de la Société dans le cadre de l’Offre Publique de Retrait ainsi que du Retrait Obligatoire.

Décide de reprendre à son compte les conclusions et recommandations du Comité ad hoc tel que figurant dans son avis motivé dont le contenu est exposé ci-dessus ;

Décide que l’Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;

Recommande aux actionnaires d’apporter leurs actions à l’Offre Publique de Retrait ; et

Approuve le projet de communiqué normé qui leur a été soumis.

Enfin, le Conseil de surveillance **prend acte** que le Directoire finalisera et déposera le 6 octobre 2021, auprès de l'AMF, le Projet de Note en Réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport de l'Expert Indépendant et la position exprimée par le Conseil de Surveillance relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

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

Membres du Conseil de surveillance	Nombre d'actions Tessi détenues	Apport à l'Offre
Monsieur Vincent MENEZ (Président)		NA
Monsieur Jean-Louis SAVOYE (Vice-Président)		NA
Madame Marine DENTRESSANGLE		NA
Madame Nathalie GAK		NA
HLD Conseils, représenté par Mme Constance LANEQUE		NA
Monsieur Michel ANGÉ *	110	Oui
Madame Alix GUILLON		NA
Monsieur Patrick BATAILLARD*	10	Oui
Monsieur Daniel AQUABA ²²		NA

(*) Membres indépendants

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

Le Conseil de surveillance, lors de sa séance du 5 octobre 2021, a décidé, de ne pas apporter à l'Offre les 1.008 actions auto-détenues par la Société.

²² Monsieur Daniel AQUABA a été désigné, conformément aux dispositions de l'article L 225-79-2 du Code de Commerce et de l'article 16 des statuts, en qualité de membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés par le Comité de Groupe lors de sa réunion du 15 novembre 2018 pour une durée de 5 ans.

5. INFORMATION DES SALARIES DE LA SOCIETE

L'Offre n'aura aucune incidence en matière d'emploi, de relations sociales et de gestion des ressources humaines.

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

En dehors des opérations décrites en section 2 (*Contexte et motifs de l'Offre*) de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (www.tessi.eu) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Tessi 14 rue des Arts et Métiers (38000) GRENOBLE.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 30 juin 2021, en application des articles 231-19 et 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du RGAMF, sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil de surveillance de la Société a désigné le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Maurice NUSSENBAUM, en qualité d'Expert Indépendant.

Conformément à l'article 262-1 II du RG AMF, l'Expert Indépendant a disposé d'un délai minimum de 15 jours de négociation à compter du dépôt du Projet de Note d'Information pour élaborer son rapport.

Ce rapport, initialement établi le 4 octobre 2021, a fait l'objet d'une actualisation en date du 13 octobre 2021 et est intégralement reproduit dans sa version actualisée du 13 octobre 2021 dans la présente Note en Réponse.



ATTESTATION D'EQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE DE
RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE TESSI

Paris, le 13 octobre 2021

*Consultation réalisée à la demande
du Conseil de Surveillance de TESSI*

Sommaire

LIMINAIRE	5
I. PRESENTATION DE L'OFFRE	7
1. Présentation de l'Initiateur.....	7
2. Présentation de la Société	7
3. Présentation des motifs de l'Offre	8
4. Présentation des termes de l'Offre	8
5. Définition du caractère équitable de l'Offre.....	9
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	10
1. Présentation de Sorgem Evaluation	10
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	12
3. Déclaration d'indépendance.....	13
4. Réserves	13
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE	14
1. Présentation des activités de la Société et de leurs marchés	14
1.1 Des activités convergentes pour fournir une offre globale et intégrée aux clients	14
1.1.1. Business process outsourcing (BPO)	15
1.1.2. Relations clients	17
1.2 Une politique d'acquisition soutenue afin de diversifier l'offre de services numériques	18
1.3 Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les opportunités et menaces sur son marché.....	20
2. Principales caractéristiques financières de la Société	21
2.1 Compte de résultat	21
2.1.1. Analyse du chiffre d'affaires.....	22
2.1.2. Analyse des taux de marge opérationnelle	23
2.2 Bilan consolidé	24
3. Implication sur les travaux d'évaluation	25
IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	26
1. Méthodes et références écartées	26
1.1 Méthode de l'actualisation des dividendes	26
1.2 Méthode de l'actif net réévalué.....	26
1.3 Référence à l'actif net comptable.....	27
1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes.....	27
2. Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	27
2.1 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres	27
2.2 Nombre d'actions à prendre en compte.....	29
3. Référence aux transactions sur le capital de la Société	29
4. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.....	31
4.1 Principe.....	31
4.2 Présentation des prévisions retenues.....	31
4.2.1. Présentation des prévisions retenues sur la période allant de 2021 à 2024	32

4.2.2.	Extrapolation des flux de trésorerie sur une année	32
4.2.3.	Estimation de la Valeur Terminale	33
4.3	Détermination du taux d'actualisation	34
4.3.1.	Principe	34
4.3.2.	Taux sans risque	35
4.3.3.	Bêta.....	35
4.3.4.	Prime de risque de marché.....	36
4.3.5.	Prime de taille.....	37
4.3.6.	Taux d'actualisation retenu	38
4.4	Valeur par action à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs	38
5.	Référence au cours de bourse (à titre indicatif)	40
5.1	Référence au cours de bourse jusqu'au 1 ^{er} juin 2021, avant l'annonce de l'Offre Publique de Retrait	40
5.2	Evolution du cours de bourse depuis le 7 juin 2021.....	43
6.	Méthode des multiples de comparables boursiers (à titre indicatif).....	45
6.1	Principe.....	45
6.2	Présentation des sociétés retenues.....	45
6.2.1.	Business Services	45
6.2.2.	Relations Clients	47
6.3	Valeur par action à partir de la méthode des multiples boursiers	50
7.	Méthode des multiples de transactions comparables (à titre indicatif)	51
7.1	Principe.....	51
7.2	Présentation des transactions comparables identifiées	51
7.2.1.	Business services.....	51
7.2.2.	Relations Clients	52
7.3	Valeur par action à partir de la méthode des multiples de transactions comparables	53
8.	Synthèse de nos travaux d'évaluation	54
V.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE	55
1.	Eléments d'appréciation du prix des actions.....	55
1.1	Choix des méthodes d'évaluation et des références	55
1.2	Détermination des éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la Valeur des Fonds Propres.....	56
1.3	Mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie	56
1.4	Mise en œuvre de la référence au cours de bourse	57
1.5	Mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers.....	58
1.6	Mise en œuvre de la méthode des multiples transactionnels	59
VI.	ANALYSE DES ACCORDS CONCLUS ENTRE L'INITIATEUR ET LES DIRIGEANTS DE LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AFECTER LEUR INDEPENDANCE (ART. 261-1, I, AL. 2, RGAMF)	60
VII.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	62
ANNEXE :	63
	Lettre de mission	63
	Diligences effectuées par l'expert	64
1.	Programme de travail.....	64
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées	64

3.	Informations et documents utilisés.....	65
4.	Calendrier de l'étude	65
5.	Rémunération.....	66

■ Liminaire

Le 3 juin 2021, Pixel Holding (ci-après « l'Initiateur ») a annoncé avoir conclu le 1^{er} et 3 juin 2021 l'acquisition de blocs d'actions Tessi (ci-après « la Société ») représentant au total 15,1% du capital à des prix compris entre 170 € et 172 € par action (dividende exceptionnel de 3,40 € attaché).

A l'issue de ces acquisitions, Pixel Holding détenait 97,34% du capital et 96,9% des droits de vote de Tessi.

Dans ce contexte, Pixel Holding a annoncé son intention de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions Tessi au prix de 172 € par action (dividende exceptionnel de 3,40 € attaché).

Dans ce cadre, Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum, a été chargée en qualité d'expert indépendant, recommandé par le Comité ad hoc du Conseil de surveillance de Tessi, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Cette désignation annoncée le 30 juin 2021 et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre des articles 261-1 I qui stipule que « *la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration (...) de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* ».

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

Cette désignation s'inscrit également dans le cadre de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF qui stipule que « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16* ».

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020, complétée de la recommandation de l'AMF n°2006-15

du 28 septembre 2006 et modifiée en dernière date le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées en **Annexe**.

Le rapport que nous avons établi, et ses conclusions ont été présentés lors du Conseil de Surveillance du 5 octobre 2021. Il a fait l'objet de compléments d'informations, et de certaines modifications de forme depuis cette date, lesquelles ne remettent pas en cause ni sa substance, ni les conclusions alors présentées ; le présent rapport complet remplaçant celui précédemment émis.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur

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

Il s'agit d'une société par actions simplifiée au capital de 2.524.211,73 euros, dont le siège social est situé 30 bis, rue Sainte-Hélène à Lyon (69002), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 820 503 621.

L'Initiateur est détenu à 100 % par la société Pixel Holding 2, Société par Actions Simplifiée, elle-même détenue à 65,45% par HLDI, société par actions simplifiée de droit français contrôlée par la société Dentressangle SAS, à 20,24% par HLD Europe, société en commandite par actions de droit luxembourgeois, à 1,50% par Pixel Management et à 12,81% par plusieurs managers et autres actionnaires.

2. Présentation de la Société

Tessi (ci-après « la Société ») est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance, dont le siège social est situé au 14, rue des Arts et Métiers, à Grenoble, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grenoble (38000) sous le numéro 071 501 571. L'action est cotée sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext (Code ISIN – FR0004529147 – Mnémonique : TES).

Son chiffre d'affaires s'est élevé à 413 millions d'euros à fin décembre 2020, dont 363 millions d'euros ont été réalisés en France.

A la date de notre présent rapport, le capital et les droits de vote théoriques de la Société se répartissent comme suit :

Répartition du capital et des droits de vote théoriques

	Nb d'actions	% du capital	Nb droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Actions détenues directement par l'Initiateur	3 175 756	97,34%	3 190 956	96,93%
Actions gratuites de la Société, assimilées à des actions détenues par l'Initiateur	25 221	0,77%	34 821	1,06%
Actions auto-détenues par la Société	1 008	0,03%	(1 008)	(0,03%)
Actions visées par l'Offre	60 694	1,86%	65 264	1,98%
Total	3 262 679	100%	3 292 049	100%

En dehors des actions gratuites, il n'existe pas de titres ou instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

3. Présentation des motifs de l'Offre

La note d'information indique que l'Offre est réalisée dans le but d'acquérir 100% de Tessi, pour l'intégrer de manière plus complète au sein du groupe Pixel Holding.

Plus spécifiquement, la réalisation de l'Offre permettra à l'Initiateur de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et, dès lors, réduire les coûts qui y sont associés.

L'Initiateur a l'intention de soutenir l'équipe dirigeante en place et le développement de la Société. Il nous a indiqué ne pas avoir l'intention de modifier les orientations stratégiques mises en œuvre par Tessi et ne pas envisager de modifier la politique industrielle, commerciale et financière de Tessi.

4. Présentation des termes de l'Offre

Le Prix d'Offre est libellé à **172 € par action avant détachement** du dividende extraordinaire et de **168,60 € par action après détachement** du dividende extraordinaire de 3,40 €, approuvé en assemblée générale mixte de Tessi le 21 juin 2021 et versé le 28 juin 2021.

5. Définition du caractère équitable de l'Offre

L'Offre est une **offre volontaire**.

Dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de votes de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Tessi visées par l'Offre non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à Pixel Holding, moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait, nette de tous frais.

La présente attestation a pour objet d'indiquer comment se situe le Prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société, de manière à déterminer son caractère équitable dans un contexte de retrait obligatoire.

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

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Le Groupe Sorgem, fondé il y a plus de 50 ans, fournit des services de conseil et emploie plus de 50 salariés.

Le Groupe effectue des interventions dans le support aux contentieux et les évaluations financières (Sorgem Evaluation) ainsi que des études stratégiques de marques et en positionnement (Sorgem Advance).

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'environ 25 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

La société comprend quatre associés (Maurice Nussenbaum, Claire Karsenti, Thomas Hachette et Blanche Feauveaux). Elle est présidée par Maurice Nussenbaum.

Trois des quatre Associés sont Experts de Justice et membres de l'APEI (Association Professionnelle des Experts indépendants). Ils sont par ailleurs tous membres de la SFEV (Société Française des Evaluateurs).

Sorgem Evaluation est un acteur reconnu de l'expertise indépendante et en particulier de l'évaluation. Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a produit les attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
Avr-14	OPA	SYSTRAN	CSLI	AFORGE DEGROOF
Juin-14	OPA-RO	ERMO	INGLASS	ODDO
Nov-14	OPE	HAVAS	BOLLORE	BNP PARIBAS, CACIB, MEDIOBANCA BANCA DI CREDITO FINANZIARO, BARBER HAULER CAPITAL ADVISERS
Fév-15	OPAS-RO	QIAGEN MARSEILLE	QIAGEN NV	KEPLER
Juin-15	OPAS	EMME	SFPI	AFORGE DEGROOF
Juil-15	OPA-RO	LAGARDERE ACTIVE BROADCAST	LAGARDERE ACTIVE	ODDO
Juil-16	OPAS	FUTUREN	CONCERT MENE PAR BOUSSARD ET GAVAUDAN	ODDO
Jan-17	OPAS	TESSI	PIXEL HOLDING	CM CIC, KEPLER CHEUVREUX
Avr-17	OPRA	GAUMONT	GAUMONT	BNP PARIBAS
Jan-18	OPAS	SES IMAGOTAG	BOE SMART RETAIL	SOCIETE GENERALE
Juil-18	OPR-RO	HEURTEY-PETROCHEM	AXENS	INVEST SECURITIES
Nov-19	OPR-RO	SIPH	MICHELIN / SIFCA	ODDO
Déc-19	OPR-RO	AFONE PARTICIPATIONS	FL FINANCE / AWYS	SODICA
Nov-20	OPAS-RO	ADVENIS	INOVALIS	KEPLER CHEUVREUX
Jan-21	OPAS-RO	AMPLITUDE SURGICAL	AURORALUX (PAI)	ROTHSCHILD&CO
Avr-21	OPAS-RO	SOCIETE FRANÇAISE DE CASINOS	CASIGRANGI	ODDO BHF

Ces dernières années, Sorgem Evaluation est intervenue à deux reprises pour la Société :

- En 2017, pour l'expertise indépendante relative à l'OPAS initiée par Pixel Holding sur les actions de la Société ;
- En 2018, pour la *Solvency Opinion* relative à l'opération de refinancement qui était envisagée pour la Société. La *Solvency Opinion* a été mise à jour au 7 janvier 2019.

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

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », Expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, Expert financier près la Cour d'appel de Paris, agréé par la Cour de Cassation et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), dont Sorgem Evaluation est membre ;
- Anne-Laure Courbet, Directrice de mission, diplômée de l'Institut d'Etudes Politiques de Toulouse et de l'Ecole Supérieure de Commerce de Toulouse. Elle dispose d'une expérience professionnelle de plus de dix ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Jessica Chaptal, Assistant Manager, diplômée de l'EM Lyon. Elle dispose d'une expérience professionnelle de quatre ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Matthieu Griot, Consultant senior, diplômé de l'EDHEC. Il dispose d'une expérience professionnelle de deux ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Maxime Thomas, Consultant junior, diplômé de l'EM Lyon.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante interne par Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Thomas Hachette est Expert de justice en économie et finance près la Cour d'appel de Paris et près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles. Il est diplômé de l'EDHEC, enseigne au sein du MSc Financial Management de l'EDHEC et a enseigné à HEC. Il dispose d'une longue expérience en évaluation acquise chez ING, Allianz (Munich), KPMG Corporate Finance et Sorgem. Il est membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs), de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance) et de l'APEI (Association Professionnelles des Experts Indépendants).

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les dix-huit derniers mois.

4. Réserves

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

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

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

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

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE

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

Tessi est une entreprise spécialisée dans la digitalisation, l'optimisation des processus métiers et l'expérience client des entreprises.

La Société exerce différentes activités, à savoir (i) l'externalisation des processus métier *back office* et (ii) des services à la clientèle tels que la relation client ou l'assistance technique, dits *front office*. Ces activités qui requièrent des savoir-faire différents présentent de plus en plus d'interactions entre elles, dans un contexte où la digitalisation complète des parcours clients devient indispensable.

Ainsi, la Société développe progressivement une stratégie de convergence de ses activités afin de proposer à ses clients une offre intégrée de prestations *front* et *back office*, portée par une marque unique (1.1). La Société développe une politique d'acquisition soutenue, principalement pour diversifier son offre de services numériques et compléter son offre de prestations *front* et *back office* (1.2).

1.1 Des activités convergentes pour fournir une offre globale et intégrée aux clients

Les activités de la Société sont les suivantes :

- Documents Services : cette activité représente 63,1% du chiffre d'affaires 2020 et réunit les activités de Business Process Outsourcing (ou « BPO ») et de technologie¹ ;
- Relations Clients : il s'agit de centres de contacts qui permettent aux clients de Tessi d'interagir quotidiennement avec leurs usagers. Cette activité représente 20,8% du chiffre d'affaires 2020 ;
- Customer Marketing : Tessi propose d'accompagner les enseignes pour concevoir et mettre en œuvre des activations et des programmes relationnels. Cette activité représente une part peu significative du chiffre d'affaires 2020 de la Société (3,2%) ;

¹ Comprend les filiales suivantes : Tessi Technologies, Tessi GED (gestion électronique des documents), Tessi Informatique, Tessi Lab (laboratoire d'innovation), Logidoc Solutions (édition de logiciels flux sortant multi-canal), ASP ONE.FR (portail déclaratif à destination des entreprises) et Orone (édition de logiciels de traitements de flux).

- autres activités, issues des acquisitions réalisées (par exemple Certigna, anciennement dénommée Dhimyotis intervenant dans la cybersécurité ou Proformation dans le domaine de la formation professionnelle), qui contribuent à étoffer l'offre de Tessi mais représentent une part peu significative du chiffre d'affaires 2020 de la Société.

Nous présentons ci-après plus en détail les activités de BPO et Relations Clients, qui constituent l'essentiel de l'offre de service de Tessi.

Pour rappel, la Société met en avant auprès de ses clients son offre intégrée et globale de services *front* et *back office*, portée par une convergence de plus en plus forte de ces activités. La distinction entre les activités *back office* et *front office* n'a été effectuée que pour des raisons de présentation et de compréhension.

1.1.1. *Business process outsourcing (BPO)*

a) Présentation de l'activité

Métier historique et principale activité de la Société, le Business Process Outsourcing (ou « BPO ») regroupe les prestations d'externalisation de processus métiers. Il s'agit de services de dématérialisation et de traitement de flux de documents ainsi que des moyens de paiement.

Cette activité représente la majeure partie des services *back office* proposés par la Société à ses clients. Tessi propose des services :

- de digitalisation des processus documentaires permettant des parcours utilisateurs complets (plateforme digitale du parcours bancaire, plateforme digitale e-santé, plateforme digitale Identification Digitale).
- des solutions de *back office* métiers utilisées pour des tâches internes aux entreprises (facturation, processus RH, ...) ;
- des flux de de moyens de paiement, composé presque exclusivement du traitement des chèques bancaires (28 m€ du chiffre d'affaires 2020)², segment sur lequel Tessi est leader sur le marché français.

² Tessi – Document d'enregistrement universel 2020.

L'ensemble de ces services consistent à gérer des flux entrants, circulants et sortants de documents / informations (préparation et la digitalisation des documents, l'impression et / ou l'envoi des documents papier mais également des courriels et SMS ; etc.) et à assurer la sécurisation des échanges et l'archivage électronique.

L'activité BPO représente 54,7% du chiffre d'affaires en 2020. Pour rappel, cette activité est la principale composante de l'activité Document Services, laquelle représente 63,1% du chiffre d'affaires 2020.³

Les principaux clients de la Société interviennent dans le secteur de la banque, de l'assurance ou de la prévoyance, retraite et mutuelle. L'activité BPO est donc exposée au cycle économique et réglementaire de ces secteurs.

Les contrats pluriannuels signés avec les clients ne comportent pas de clauses de garantie de volumes : le niveau d'activité n'est donc pas prévisible et est soumis à des effets conjoncturels.

b) Perspectives de l'activité

La croissance du marché du BPO de flux de documents est influencée positivement et négativement par deux facteurs différents :

- le marché bénéficie fortement du mouvement d'externalisation des processus métiers non stratégiques et plus modestement de la poursuite du mouvement de digitalisation des documents, lequel augmente le volume de documents dématérialisés ;
- le marché souffre de la baisse des prix unitaires due à la rétrocession aux clients des gains de productivité obtenus par l'automatisation et la dématérialisation des processus.

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

³ Pour rappel, la part restante de l'activité de Document Services correspond aux solutions technologiques (voir note n°1).

Le marché du BPO de flux de documents a reculé d'environ 7% en 2020⁴, dans un contexte de crise sanitaire ayant pour effet un ralentissement des flux économiques pendant le confinement (courrier, documents RH, factures clients et fournisseurs, etc.). Le marché reste néanmoins solide du fait de la progression du taux d'externalisation des services à plus forte valeur ajoutée et d'une réglementation particulièrement incitative en matière de dématérialisation. Les lois qui encouragent, voire obligent, les entreprises à adopter des solutions de dématérialisation sont nombreuses : Loi de Sécurité Financière (LSF), Bâle II et III, Loi sur la Modernisation de l'Economie (LME) ou encore la loi « Grenelle 2 ». La loi Macron s'inscrit également dans cette mouvance avec l'obligation pour tous les fournisseurs de l'État (collectivités locales et organismes publics) de passer à la facturation électronique.

Le marché du BPO de flux de moyens de paiement devrait continuer à décroître dans un contexte de déclin de l'utilisation des chèques comme moyen de paiement. Ce marché étant désormais particulièrement concentré, il sera difficile, pour un acteur comme Tessi, de compenser cette diminution par l'obtention de nouvelles parts de marché.

1.1.2. Relations clients

a) Présentation de l'activité

Depuis l'acquisition d'ADM Value en 2019, spécialiste reconnu de la relation client, la Société est devenue l'un des leaders de la gestion des centres d'appel en Europe. Sur l'exercice 2020, ADM Value représente 15,6% du chiffre d'affaires de la Société et 74,8% du chiffre d'affaires attribuable à l'activité de Relations Clients.

Cette activité correspond aux services *front office* proposés par la Société à ses clients. Ce service permet aux clients de Tessi d'améliorer leurs interactions quotidiennes avec leurs usagers au travers d'une solution omnicanale (téléphone, e-mail, applications mobiles, chatbots, etc.).

b) Perspectives de l'activité

Le segment de la relation client est estimé à près de 2,2 milliards d'euros en 2020⁵, soit davantage que les services BPO.

⁴ Xerfi – Les stratégies et perspectives des prestataires de BPO face à la crise.

⁵ Xerfi – Les stratégies et perspectives des prestataires de BPO face à la crise.

Le segment est néanmoins confronté à une dynamique contrastée. Il est depuis 2010 dans un cycle de croissance faible voire négative en raison notamment des fortes pressions tarifaires imposées par les donneurs d'ordres. Le marché a néanmoins enregistré une croissance positive en 2017 (+1,3%) et en 2018 (+2,5%)⁶ grâce à l'élargissement et à l'enrichissement des offres des *outsourcers* permis par les nouveaux outils digitaux (intelligence artificielle, chatbots, etc.).

Le marché de la relation client, porté par l'essor technologique et les stratégies de croissance très dynamique des leaders français et internationaux, devrait croître à un rythme annuel d'environ 2% par an jusqu'en 2022, limité par les fortes pressions tarifaires du secteur⁷.

1.2 Une politique d'acquisition soutenue afin de diversifier l'offre de services numériques

Créée en 1971 autour de l'activité de saisie de données, la Société a développé ses activités actuelles en menant une politique d'acquisitions active.

Les principales acquisitions réalisées depuis 1997 sont présentées ci-après :

- en 1997, acquisition de la société SFDD, leader dans la gestion des opérations promotionnelles différées en France ;
- en 2001, acquisition de 100% de la société CIREC, spécialisée dans le traitement des chèques ;
- en 2005, prise de participation de 80% dans la société CPoR, spécialisée dans l'activité de change manuel et d'or ;
- en 2011, acquisition de la société Logidoc Solutions, éditeur de logiciels, spécialisée dans le domaine de la gestion de documents sortants ;
- en 2014, acquisition de la société espagnole Graddo Grupo Corporativo S.L., l'un des principaux acteurs du BPO en Espagne ;

⁶ Xerfi – Les enjeux et stratégies sur le marché du BPO à l'horizon 2022.

⁷ Xerfi – Les enjeux et stratégies sur le marché du BPO à l'horizon 2022.

- en 2015, prise de participation à hauteur de 87,4% du capital de la société espagnole Diagonal Company et de ses filiales, spécialisée dans le BPO et n°2 du traitement des prêts hypothécaires en Espagne, au Portugal et au Chili ;
- en 2017, acquisition de la société Dhimyotis, acteur majeur de la cyber sécurité en France ;
- en 2018, acquisition de la société Todo en Cloud, expert en conception et implémentation d'architectures cloud ;
- en 2018, acquisition du groupe Owlance, leader sur le marché de la délégation de gestion de contrats d'assurance santé et prévoyance ;
- en 2019, acquisition d'Orone France, éditeur de logiciels de traitements de flux (chèques) et distributeurs de scanners ;
- en 2019, acquisition d'ADM Value et de ses filiales, groupe spécialiste de la relation client ;
- début 2021, acquisition d'une participation majoritaire dans Proformation, société spécialisée en visio-formation.

La stratégie de croissance de la Société repose donc sur une politique d'acquisition soutenue, permettant l'accès à de nouveaux marchés et/ou des synergies avec ses activités existantes. Entre 2014 et 2019, la Société a réalisé sept acquisitions, qui ont contribué en 2020 à plus de 30% du chiffre d'affaires annuel.⁸

En 2018 et 2020, cette stratégie de croissance s'est accompagnée d'un recentrage de Tessi sur ses activités premières d'offres de services et de technologies, avec la cession de CPoR Devises en 2018 et de la majorité des activités espagnoles (Graddo II, BPO Solutions Spain et Diagonal Company) début janvier 2021. Cette dernière opération, décidée dans un contexte de crise sanitaire mondiale, vise à réduire l'exposition de la Société au marché espagnol dans le secteur immobilier et hypothécaire.

Les acquisitions récentes, de taille significative (ADM Value et ses filiales) et dans des domaines variés et non plus seulement dans le BPO (Proformation), entraînent un changement de dimension de la Société qui doit réussir leur intégration et favoriser la mise en place de synergies commerciales et technologiques.

⁸ Tessi – Document d'enregistrement universel 2020.

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

Forces

- ✓ Maîtrise des savoir-faire et technologies de l'ensemble des segments du BPO de flux de documents permettant de proposer une offre globale et d'être positionné sur les segments à plus forte valeur ajoutée
- ✓ Début de l'internationalisation des activités de BPO qui devrait permettre une massification des traitements au niveau européen et favoriser le cross-selling

Faiblesses

- ✓ Changement de dimension de la Société avec des acquisitions qui peuvent poser un défi en termes d'intégration, notamment celle d'ADM Value
- ✓ Déclin inéluctable de l'activité de traitement des chèques (BPO Paiement)

Opportunités

- ✓ Accroissement du recours à l'externalisation dans les processus métiers non stratégiques
- ✓ Développement de nouvelles technologies liées aux flux documentaires
- ✓ Réglementation incitative en matière de dématérialisation

Menaces

- ✓ Pression sur les prix et concurrence agressive sur certaines activités, malgré le développement des offres à plus forte valeur ajoutée
- ✓ Nouveaux usages technologiques (cartes bancaires défavorables aux chèques)

2. Principales caractéristiques financières de la Société

2.1 Compte de résultat

Les principaux agrégats du compte de résultat consolidé de Tessi de 2016 à fin juin 2021 sont présentés ci-après :

En m€	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021	TCAM 2016-2020 (%)
Chiffre d'affaires	404,0	389,1	427,8	368,6	412,6	234,9	0,5%
<i>% variation</i>	<i>n.a.</i>	-3,7%	9,9%	-13,8%	11,9%	<i>na</i>	
Charges opérationnelles	-27,1	-29,5	-37,3	-31,8	-29,9	-16,2	2,5%
Marge brute	376,9	359,6	390,5	336,8	382,7	218,8	0,4%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	93,3%	92,4%	91,3%	91,4%	92,8%	93,1%	
Frais de personnel	(225,8)	(231,4)	(255,2)	(218,0)	(249,5)	(140,5)	2,5%
Autres charges opérationnelles	-85,1	-71,4	-71,3	-53,2	(54,4)	-32,0	-10,8%
Impôts et taxes	(9,8)	(8,3)	(10,5)	(6,3)	(7,1)	(3,8)	-7,7%
Autres produits opérationnels	4,1	5,8	3,1	3,4	4,2	2,1	3,9%
Dotations aux provisions nettes de reprises	(1,8)	(2,2)	(2,0)	(1,9)	(3,1)	-	14,5%
Dotations nettes aux amortissements	(9,7)	(8,7)	(9,9)	(17,9)	(24,4)	(14,1)	26,0%
Résultat opérationnel courant	48,7	43,4	44,6	43,0	48,3	30,5	0,3%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	12,1%	11,2%	10,4%	11,7%	11,7%	13,0%	
Plus ou moins-values de cessions	0,2	(0,0)	(0,6)	1,0	0,6	-	26,2%
Autres produits et charges non courants	(2,0)	(1,6)	(2,5)	14,0	(2,6)	(0,4)	6,6%
Résultat opérationnel	46,9	41,8	41,4	58,0	46,3	30,1	0,2%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	11,6%	10,7%	9,7%	15,7%	11,2%	12,8%	
Coût de l'endettement financier net	(3,0)	(2,0)	(14,3)	(7,8)	(10,5)	(4,9)	36,7%
Autres produits et charges financières	(0,9)	(0,3)	0,1	(1,2)	(0,7)	(0,3)	-8,2%
Participations dans des entreprises associées	-	0,0	(0,0)	-	0,1	(0,3)	<i>n.a.</i>
Impôts sur les résultats	(11,2)	(10,2)	(8,0)	(13,3)	(13,7)	(8,5)	5,2%
Résultat net des activités poursuivies	31,8	29,3	19,1	35,7	22,2	16,2	-8,1%
Résultat net des activités destinées à être cédées	-	6,7	30,7	(0,4)	(19,6)	0,0	<i>n.a.</i>
Résultat net de l'ensemble consolidé	31,8	35,9	49,8	35,3	2,5	16,3	-44,4%
<i>dont intérêts minoritaires</i>	1,6	1,9	1,0	0,5	1,5	1,2	-1,8%

Source : Rapports Annuels et semestriel de la Société.

Pour rappel, à compter de l'exercice 2019, la Société a cessé de détailler la contribution de ses différentes activités au chiffre d'affaires et au résultat consolidé.

Historiquement, la Société présentait la segmentation suivante :

- Tessi Customer Marketing, regroupant les activités de marketing opérationnel et ;
- Tessi Documents Services, regroupant les activités d'externalisation de processus métiers (gestion documentaire et dématérialisation) et d'externalisation de la gestion de la relation client. Avant l'acquisition d'ADM Value, l'activité de gestion de la relation client ne représentait qu'une faible part de la contribution au chiffre d'affaires et au résultat.

La présentation de données financières agrégées reflète la convergence de plus en plus forte des activités *front* et *back office* et le développement par la Société d'une offre intégrée et globale de services sous la marque unique « Tessi ».

2.1.1. Analyse du chiffre d'affaires

Entre 2016 et 2020, le chiffre d'affaires a augmenté au rythme annuel moyen de +0,5 %. Ce taux présente toutefois une pertinence limitée du fait des nombreuses variations de périmètres ayant eu lieu depuis 2016.

Il est important de noter que les chiffres d'affaires présentés entre 2017 et 2019 sont retraités de la norme IFRS 5, *i.e.* les entités cédées au 31 décembre de ces exercices ont été classées en activités destinées à être cédées ou abandonnées. Ces retraitements sont liés aux cessions des activités CPoR Devises finalisées en 2018 et de la majorité des activités espagnoles (Graddo II, BPO Solutions Spain et Diagonal Company) finalisées en janvier 2021.

L'évolution du chiffre d'affaires est contrastée selon les années :

- en 2017, le chiffre d'affaires a affiché une baisse (-3,7%). Cette baisse est liée au retraitement des activités destinées à être cédées, la cession effective de CPoR Devises ayant eu lieu en 2018. En l'absence de ce retraitement, on constaterait une hausse de +5,5% ;
- en 2018, le chiffre d'affaires a été en hausse (+9,9%), après retraitement des activités destinées à être cédées (principalement CPoR Devises) et des acquisitions de Owlance et Dhimyotis. A périmètre constant (hors Owlance et Dhimyotis), le chiffre d'affaires ressort en hausse de +4,8% ;
- en 2019, le chiffre d'affaires a été en baisse (-13,8%). La baisse observée est due au retraitement sur les activités cédées début 2021 (Graddo II, BPO Solutions Spain et

Diagonal Company Services & Solutions). A périmètre constant (hors acquisition Owliance et Orone), le niveau d'activité ressort en augmentation de +1,3% par rapport au chiffre d'affaires 2018 ;

- en 2020, la Société a enregistré une baisse d'activité durant la période du premier confinement lié à la crise sanitaire. Cependant, la Société a bénéficié de l'effet périmètre liée à l'intégration d'ADM Value et de ses filiales. La hausse du chiffre d'affaires 2020 (+11,9%) est principalement liée à la stratégie de recentrage et de consolidation du marché engagée par la Société depuis plusieurs années.
- en 2021, la comparaison des données proforma entre le 30 juin 2020 et le 30 juin 2021 fait ressortir une croissance du chiffre d'affaires de +16,3%. Ce fort taux de croissance est lié à un recentrage des activités et une base de comparaison favorable puisque le premier semestre 2020 avait été affecté par le premier confinement.

Le détail des évolutions de chiffres d'affaires est mentionné dans les Documents d'Enregistrement Universel de Tessi.

2.1.2. Analyse des taux de marge opérationnelle

La Société affiche un taux de marge opérationnelle relativement stable, quoiqu'en légère baisse entre 2016 et 2020, de +12,1% à +11,7%. A la date du dernier arrêté des comptes, soit au 30 juin 2021, la marge opérationnelle s'élève à +13,0%.

La situation est contrastée selon les années. La marge opérationnelle de l'activité de Tessi a diminué entre 2016 et 2018 (de +12,1% à +10,4%), puis a affiché une hausse entre 2018 et 2020 (de +10,4% à +11,7%).

La baisse de la marge opérationnelle en 2018 (passant de +11,2% à +10,4%) s'explique notamment par un renforcement des équipes management et support, nécessaire à l'accompagnement de la croissance en France et à l'international, et également à des faibles volumes sur des contrats en phase de démarrage en Amérique Latine, impactant le résultat opérationnel à la baisse.

A partir de 2019, la marge opérationnelle a été en hausse (passant de +10,4% à +11,7%), notamment grâce à un recentrage de la Société sur ses activités d'offres de services et de technologies, lié notamment à l'acquisition de Owliance en 2018.

Au 30 juin 2021, la marge opérationnelle est en hausse (passant de +11,7% à +13,0%). Cette hausse s'explique notamment par la bonne performance de l'activité Relations Clients.

2.2 Bilan consolidé

Le bilan économique consolidé simplifié de la Société pour les exercices 2016 à fin juin 2021 est présenté ci-après.

En M€	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021
Immobilisations incorporelles (hors écart d'acquisition)	7	8	11	17	51	54
Immobilisations corporelles	49	49	28	87	76	75
<i>dont droits d'utilisation IFRS 16</i>	-	-	-	54	46	44
Autres actifs financiers, y.c. dérivés	2	2	3	4	3	3
Participations dans les entreprises en MEE	0	0	0	2	2	1
Immobilisations	58	59	42	110	132	133
BFR	2	(2)	9	31	5	29
Ecart d'acquisition	144	165	207	302	260	269
Actifs d'impôts différés	12	9	15	17	14	14
Actif économique	216	231	274	460	411	446
Capitaux propres (part du groupe)	196	161	210	182	179	185
Intérêts minoritaires	17	15	2	5	4	4
Capitaux propres	212	176	212	187	183	189
Dette financière hors droits d'utilisation IFRS 16	101	114	142	211	231	198
Dette sur droits d'utilisation IFRS 16	-	-	-	54	48	46
Trésorerie et équivalent de trésorerie	(272)	(226)	(179)	(110)	(119)	(80)
Retraitements des avances reçues et versées pour le compte de tiers (y compris activités financières CPoR Devises)	138	125	71	80	41	36
Passifs nets des actifs détenus en vue de la vente	-	-	(15)	1	(18)	0
Dette financière nette	(33)	13	19	236	183	201
Provisions pour risques et charges	6	5	5	6	4	4
Autres passifs non courants	10	16	16	2	0	11
Avantages du personnel	21	20	22	29	33	32
Passifs d'impôts différés	0	0	0	0	8	8
Capital financier	216	231	274	460	411	446

Source : *Rapports Annuels et semestriel de la Société.*

NB : certains retraitements sur le BFR n'ont pas pu être mis en œuvre dans l'exercice exposé à fin juin 2021 faute de détails.

L'analyse du bilan économique de la Société fait apparaître les principaux éléments suivants :

- la forte augmentation des écarts d'acquisitions, de 144 m€ au 31 décembre 2016 à 269 m€ au 30 juin 2021 (soit +116 m€) est le corollaire des nombreuses acquisitions menées par la Société, notamment celles d'Owliance, Orone et ADM Value réalisées entre 2018 et 2019. La baisse des écarts d'acquisition entre 2019 et 2020 est liée à la

reconnaissance de la relation clientèle d'ADM Value et à la cession des activités espagnoles ;

- les activités destinées à être abandonnées correspondent à la société CPoR Devises et à la majorité des activités espagnoles (Graddo II, BPO Solutions Spain et Diagonal Company) ;
- l'endettement financier (hors IFRS 16) a augmenté entre 2016 et 2020, en lien avec les besoins de la Société pour mettre en œuvre sa politique d'acquisition ;
-
- au 30 juin 2021, le passif non courant est composé principalement de l'engagement d'achat des actions détenues par les actionnaires minoritaires de Proformation, lequel représente un montant de 10,8 m€ au 30 juin 2021.

3. Implication sur les travaux d'évaluation

Pour mémoire, à compter de l'exercice 2019, la Société a cessé de présenter la contribution de ses différentes activités au chiffre d'affaires et au résultat consolidé. La présentation de données financières agrégées reflète la convergence de plus en plus forte des activités *front* et *back office* et le développement d'une offre intégrée et globale de services portant la marque unique « Tessi ».

Dans ce contexte, nous avons considéré qu'une approche globale de l'évaluation de la Société, fondée sur des prévisions agrégées, était pertinente, notamment pour mettre en œuvre la méthode par actualisation des flux de trésorerie.

Pour la mise en œuvre des méthodes par comparables boursiers et par comparables transactionnels, la recherche de comparables n'a pas permis d'identifier de sociétés comparables présentant une activité comparable à celle de Tessi, proposant une offre intégrée de service *front* et *back office*.

Nous avons donc cherché à identifier des comparables par type d'offre proposée, respectivement *back office* et *front office* afin de procéder selon une approche dite *sum of the part* (somme des parties).

Cependant, l'approche *sum of the part* a une portée limitée du fait que la Société met en avant une offre intégrée de services. De ce fait, les méthodes des comparables boursiers et transactionnels ne sont retenues qu'à titre indicatif.

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons déterminé la valeur des fonds propres de la Société au 15 septembre 2021.

Nous avons retenu à **titre principal** la référence aux transactions réalisées sur le capital (3.) et la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (4.).

Nous avons retenu à **titre indicatif** la référence au cours de bourse (5.), la méthode des multiples de comparables boursiers (6.) et la méthode de transactions comparables (7.).

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

1. Méthodes et références écartées

1.1 Méthode de l'actualisation des dividendes

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

Cette méthode **n'a pas été retenue** car la Société n'envisage pas de mettre en œuvre dans le futur une politique de dividendes représentative de sa capacité de distribution, notamment pour saisir les opportunités de croissance externe qui pourraient apparaître.

1.2 Méthode de l'actif net réévalué

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

Au cas présent, la **réévaluation des principaux éléments d'actifs serait redondante avec la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie futurs**. Cette méthode n'a pas été retenue.

1.3 Référence à l'actif net comptable

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

A titre d'information, l'actif net comptable de la Société s'élève à **56,7 euros par titre au 30 juin 2021**⁹. Cette référence s'entend après distribution du dividende exceptionnel de 3,40 euros par action, versé le 28 juin 2021.

1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

Depuis l'annonce de l'offre en 2016 par Pixel Holding SAS sur Tessi, l'analyste financier de Kepler Cheuvreux, qui suivait historiquement la société, **ne communique plus d'objectif de cours de bourse** ni de recommandation.

Cette référence n'a pas été retenue.

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

2.1 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

Sur la base des comptes au 30 juin 2021, le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres de la Société correspond à une dette financière nette d'un montant de 191,2 m€.

⁹ Cette valeur est calculée sans tenir compte des intérêts minoritaires.

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

En m€	
Valeur des économies d'impôt résultant des déficits fiscaux	2,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie	43,8
<i>Valeurs mobilières de placement</i>	92,9
<i>Disponibilités et équivalents de trésorerie</i>	0,1
<i>Découverts bancaires</i>	(12,8)
<i>Avances reçues pour le compte des opérations promotionnelles</i>	(5,7)
<i>Avances reçues pour le compte des clients de Diagonal Company et autres</i>	(0,6)
<i>Avances reçues pour le compte des clients de Owliance</i>	(30,1)
Trésorerie et équivalents + économies d'impôt (A)	46,5
Emprunt à court terme et long terme (hors IFRS 16)	198,4
<i>Emprunts auprès des établissements de crédit</i>	195,6
<i>Dettes financières diverses (participations des salariés incluses)</i>	2,8
Provisions à caractère de dette	27,6
<i>Provisions pour risques et charges</i>	4,4
<i>Engagements de retraite nets d'impôts</i>	23,2
Titres mis en équivalence	(0,7)
Intérêts minoritaires	3,9
Actifs - Passifs destinés à être cédés hors exploitation	0,2
Earn out lié à l'acquisition de Proformation	8,6
Dettes financières brute (B)	237,7
Trésorerie / (Dettes financières) nette (A) - (B)	(191,2)

Source : Rapport semestriel de Tessi au 30 juin 2021, analyse Sorgem Evaluation

La dette financière nette de la Société correspond pour l'essentiel à :

- des dettes financières nettes, d'un montant de 198,4 m€, hors la dette liée à IFRS 16 ;
- de la trésorerie, d'un montant de 43,8 m€, laquelle inclut les comptes d'avances reçues et versées pour le compte de tiers, ainsi que les comptes séquestres. Nous précisons que ces éléments ne sont pas pris en compte dans le besoin en fonds de roulement de la Société. Le flux de trésorerie généré entre la date d'arrêté des comptes au 30 juin 2021 et la date d'évaluation au 15 septembre 2021 est pris en compte dans notre modélisation d'actualisation des flux ;
- des provisions pour engagement de retraite ainsi que les provisions pour risques et charges, considérées comme ayant un caractère de dette. Les provisions pour risques et charges correspondent à des provisions pour restructuration et des provisions couvrant essentiellement des litiges sociaux et commerciaux ;
- des intérêts minoritaires, qui correspondent à des structures situées principalement en France, au Maroc et au Vietnam ;

- du complément de prix qui doit être versé aux actionnaires minoritaires de Proformation en 2024. A date, la formule définie pour la détermination du complément de prix fait ressortir un montant de 10,8 m€ à décaisser (comptabilisés dans les autres passifs non courants au 30 juin 2021). Ce montant a été inscrit dans les passifs non courants au 30 juin 2021. Afin de tenir compte de la valeur temps, nous avons actualisé ce montant et retenu une valeur de 8,6 m€¹⁰ ;
- d'un dividende exceptionnel de 11,1 m€, versé fin juin 2021 (pris en compte dans la trésorerie) ;
- des déficits fiscaux reportables actualisés, sur la base du taux d'impôt retenus dans notre analyse du plan d'affaires. Le *phasing* annuel des déficits imputés a été déterminé par le management de la Société et s'étend de 2021 à 2032.

Les autres éléments, tels que les titres mis en équivalence et les actifs et passifs destinés à être cédés, extériorisent des montants peu significatifs.

2.2 Nombre d'actions à prendre en compte

A la date d'évaluation, au 15 septembre 2021, le nombre total d'actions en circulation de la Société s'élève à 3 261 671, correspondant au nombre total d'actions émises de 3 262 679, diminué des 1 008 actions auto-détenues à cette date dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec la Société Oddo BHF.

Il n'existe à cette date aucun instrument financier donnant accès au capital autre que les actions gratuites.

3. Référence aux transactions sur le capital de la Société

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

¹⁰ Le taux d'actualisation appliqué est de 8,5%.

Quatre transactions significatives ont eu lieu sur le capital de la Société¹¹, celles-ci se sont déroulées sur les trois dernières années :

- en janvier 2019, l'Initiateur a initié une offre publique d'achat simplifiée sur la base d'un prix d'offre **de 160 € par action**. Au terme de cette offre, l'Initiateur détenait 2 003 203 actions, soit 71,28% du capital ;
- en novembre 2019, Tessi a lancé une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'un montant d'environ 37,5 m€ dans le cadre du financement de l'acquisition d'ADM Value. Cette augmentation de capital a été réalisée au prix de **140 € par action** ;
- le 21 octobre 2020, l'Initiateur a annoncé acquérir hors marché 242 437 actions Tessi¹², représentant 7,4% du capital de Tessi, pour un prix **par action de 120 €**. Au terme de cette acquisition, Pixel Holding détenait 82,25% des actions Tessi et 87,61% des droits de vote. Le 29 octobre 2020, l'Initiateur a acquis hors marché 17 700 actions pour un prix par action de 120 €.
- le 1^{er} et le 3 juin 2021, l'Initiateur a acquis hors marché deux blocs de 491 069 actions représentant 15,1% du capital de la Société, à des prix compris entre **170 € et 172 € par action (dividende exceptionnel de 3,40 € attaché)**¹³. Au terme de ces acquisitions, Pixel Holding détient 97,34% du capital et 96,9% des droits de vote. Cette acquisition de blocs d'actions s'est effectuée auprès de fonds d'investissement, actionnaires minoritaires significatifs.

La dernière transaction sur le capital de juin 2021 fait ressortir le prix par action le plus élevé au cours des 12 derniers mois.

Le Prix d'Offre de 168,60 € par action Tessi (après détachement du dividende exceptionnel de 3,40 €) est ainsi identique au prix le plus élevé payé par l'Initiateur début juin 2021.

¹¹ D'autres opérations sur le capital ont été réalisées, notamment en mars 2019 (au total 6 491 actions acquises pour un prix inférieurs à 120 €/action), novembre 2020 (au total 2 603 actions acquises pour un prix inférieur à 120€/action), janvier 2021 (2 789 actions acquises pour un prix inférieur à 133 €/action) et mars 2021 (401 actions acquises pour un prix inférieur à 131 €/action). Ces opérations portent donc sur un nombre d'actions limité et ont toutes été réalisées à un prix inférieur à 140 €. Le détail des transactions réalisées est mentionné dans la Note d'Information en pages 6 & 7.

¹² Rapport annuel Tessi 2020.

¹³ Communiqué de presse de Tessi daté du 3 juin 2021.

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

4.1 Principe

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

- les flux de trésorerie revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux. Dans ce cas, la valeur actualisée des flux doit être corrigée de la dette financière nette (soit 191 m€, cf. § 2.1 supra) afin d'obtenir la valeur des fonds propres ;
- les flux de dividendes distribuables. Dans ce cas, la valeur actualisée des flux doit être corrigée du montant des fonds propres en excès, par rapport au montant nécessaire pour réaliser l'activité, afin d'obtenir la valeur des fonds propres.

Nous avons évalué la Société sur la base des flux de trésorerie revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux, sur la base des prévisions consolidées de la Société, qui reflètent la convergence des différentes activités, *front et back office* et la proposition par Tessi d'une offre intégrée et portée par une marque unique.

4.2 Présentation des prévisions retenues

Le plan d'affaires, couvrant la période allant de 2021 à 2024, a été établi par le management de la Société sur la base du réalisé à fin mai 2021 et proforma des dernières cessions et acquisitions. Il nous a été communiqué en juillet 2021 et a été transmis au Comité *ad hoc*.

Les prévisions ne tiennent pas compte d'opérations de croissance externe dans la mesure où la Société n'est pas engagée dans la réalisation de nouvelles acquisitions. Nous notons par ailleurs qu'il serait aléatoire de tenir compte de l'impact de telles opérations sans connaître la taille, la rentabilité et le prix des éventuelles sociétés visées.

Sur la base de nos échanges avec le management de la Société, nous avons considéré que ces prévisions étaient raisonnables, et qu'elles constituaient un scénario moyen des évolutions possibles des différentes activités de la Société.

Nous n'avons pas d'observations sur ce plan d'affaires préparé pré-IFRS 16.

Nous avons retenu une année d'extrapolation avant de déterminer le flux normatif.

4.2.1. Présentation des prévisions retenues sur la période allant de 2021 à 2024

Nous avons effectué nos analyses sur le plan d'affaires préparé en juillet 2021 et couvrant la période 2021-2024.

Ce plan d'affaires repose sur les hypothèses post IFRS 16 suivantes¹⁴ :

- d'un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +6,5 % en lien avec la bonne performance des activités BPO France et Relations Clients ;
- d'un taux de marge d'EBITDA post IFRS 16 et incluant la CVAE compris entre 18,1% et 18,7%, soit un taux relativement stable sur la période du plan d'affaires (vs. 17,9% de marge d'EBITDA en 2020).

4.2.2. Extrapolation des flux de trésorerie sur une année

Une année d'extrapolation a été prise en compte afin de faire converger le taux de croissance du chiffre d'affaires observé en fin de plan (+7,5%) vers nos hypothèses normatives.

Le flux de trésorerie d'extrapolation, correspondant au flux de l'exercice 2025, a été déterminé en considérant :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de **+4,6%**, correspondant à la moyenne entre la croissance observée en 2024 et celle retenue en année normative – cf. infra ;
- un taux de marge d'EBITDA post IFRS 16 et incluant la CVAE de **+18,7%**, correspondant au taux observé en 2024 et proche du niveau constaté sur l'ensemble de la période couverte par le plan d'affaires ;
- un niveau de charges non courantes (principalement des honoraires de conseils et de frais de restructuration supportés de manière récurrente) en ligne avec les montants observés sur l'horizon du plan d'affaires ;
- un niveau d'investissements en pourcentage du chiffre d'affaires en ligne avec les deux dernières années du plan d'affaires (2023-2024) ;
- un niveau d'amortissement/dépréciation en pourcentage du chiffre d'affaires moyen entre la dernière année du plan d'affaires (2024) et l'année normative ;

¹⁴ Cohérentes avec les hypothèses pré-IFRS 16 du plan d'affaires

- un niveau de besoin en fonds de roulement en pourcentage du chiffre d'affaires identique à celui observé sur la période 2022-2024. Nous ne considérons pas le niveau du besoin en fonds de roulement en 2021 en raison d'une variation significative lors de cet exercice liée à un changement d'ERP en début d'année ;
- un taux d'impôt de **28,41%**¹⁵, reflétant l'incertitude des taux applicables à long-terme à la suite de la crise du Covid-19. Ce paramètre est fondé sur l'hypothèse d'un retour en arrière par rapport au mouvement de baisse des taux et cohérent avec notre calcul de la prime de risque du marché Actions.

4.2.3. Estimation de la Valeur Terminale

Les hypothèses normatives suivantes ont été retenues :

- un taux de croissance à l'infini de **+1,6%**, correspondant aux prévisions d'inflation du FMI pour la France à horizon 2025 ;
- une marge d'EBITDA post IFRS 16 et incluant la CVAE de **+18,7%**, correspondant au taux observé en fin du plan et proche du niveau constaté sur l'horizon du plan d'affaires ;
- un niveau de charges non courantes (principalement des honoraires de conseils et de frais de restructuration supportés de manière récurrente) en ligne avec les montants observés sur l'horizon du plan d'affaires ;
- un niveau d'investissements en pourcentage du chiffre d'affaires en ligne avec les deux dernières années du plan d'affaires (2023-2024) ;
- un niveau d'amortissement/dépréciation en ligne avec le niveau d'investissements normatif désinflaté ;
- un niveau de besoin en fonds de roulement en pourcentage du chiffre d'affaires identique à celui observé sur la période 2022-2024 ;
- un taux d'impôt de **28,41%**¹⁶, reflétant l'incertitude des taux applicables à long-terme à la suite de la crise du Covid-19. Ce paramètre est fondé sur l'hypothèse d'un

¹⁵ Le taux d'impôt retenu est de 27,5% auquel nous avons appliqué la contribution sociale : 27,5% x (1+3,3%).

¹⁶ *Ibidem.*

retour en arrière par rapport au mouvement de baisse des taux et cohérent avec notre calcul de la prime de risque du marché Actions.

4.3 Détermination du taux d'actualisation

4.3.1. Principe

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

Par simplification, nous avons retenu une structure financière sans endettement pour le calcul du taux d'actualisation. En effet, le niveau actuel des taux d'intérêts, historiquement très faible, est susceptible d'amplifier l'effet positif attaché à la déductibilité des intérêts financiers (baisse du WACC), au-delà même des coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite.

Nous avons ainsi appliqué la « méthode directe », sans raisonner à partir d'une structure financière cible incluant de la dette financière (la « méthode indirecte »).

Nous rappelons à ce titre que l'impact de la dette financière sur le taux de rentabilité attendu de l'actif économique compte tenu de son risque est de fait marginal, dans la mesure où l'effet positif (baisse du CMPC) générés par la déductibilité des intérêts financiers est compensé (i) par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite et (ii) par la fiscalité de l'investisseur (la prise en compte de la fiscalité personnelle de l'investisseur contrebalance l'avantage fiscal dont bénéficie la Société)¹⁷.

En outre, l'ouvrage de Vernimmen recommande en matière d'évaluation, d' « abandonner la méthode indirecte et [de] ne retenir que la méthode directe. »¹⁸.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

¹⁷ Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur. Finance d'entreprise 2020. 08/19 - 18e édition. p. 745 : « Au total, les recherches récentes montrent que les coûts de faillite et la fiscalité personnelle contrebalancent l'avantage fiscal de la dette au niveau de l'entreprise. »

¹⁸ Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur. Finance d'entreprise 2020. 08/19 - 18e édition. p. 654

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

Avec :

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

4.3.2. Taux sans risque

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

L'essentiel des activités de Tessi étant localisées en France, nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à **0,47%** au 15 septembre 2021.

4.3.3. Bêta

D'un point de vue économique, les facteurs communément considérés comme influençant le risque systématique d'une activité – reflété dans son coefficient bêta – sont (i) la sensibilité de son chiffre d'affaires à une évolution de la conjoncture économique et (ii) son levier opérationnel (ratio coûts fixes / marge sur coûts variables, déterminant l'impact sur les résultats opérationnels d'une variation de chiffre d'affaires).

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

Nous avons retenu un bêta d'actif de **0,9** correspondant au bêta moyen pondéré de notre échantillon de sociétés comparables dont le R^2 est supérieur à 20%¹⁹. A titre indicatif, le ratio d'endettement moyen de ces sociétés s'établit à 4%.

¹⁹ Le coefficient de corrélation R^2 permet de mesurer la part de variance expliquée par la régression linéaire. Il est compris entre 0% et 100%. Un R^2 de 100% signifie que l'évolution de l'action est à 100%

L'échantillon de sociétés comparables est composé de Aubay, qui fournit des services de type *back office* et de Téléperformance, dont l'activité correspond à des services de gestion de la relation client, c'est-à-dire des services de type *front office*.

Pour information, certaines sociétés ont été écartées pour la méthode des comparables boursiers (soit Cegedim, Quadient et Capita pour les activités *back office* et Sykes Enterprises pour les activités *front office*) car leurs activités et leur profil de croissance et de rentabilité n'ont pas été jugés pertinents. Néanmoins, ces sociétés peuvent être considérées pour l'estimation du bêta, dans la mesure où leur risque systématique peut être jugé comparable à celui de Tessi (activités proches de celles de la Société) et leur R² est supérieur à 20%. Pour ces sociétés, nous obtenons également un beta moyen proche de 0,9.

Par ailleurs, à titre indicatif, le beta Damodaran Business & Consumer Services en Europe s'élève à 0,85 (« *unlevered beta corrected for cash* »), très proche de celui que nous retenons pour nos analyses. A titre indicatif, le ratio d'endettement moyen sectoriel s'établit à 25%.

Le bêta de la Société n'a pas été retenu dans la mesure où la liquidité limitée du titre a un impact baissier sur le bêta. A titre indicatif, le bêta ajusté de la Société (source : Bloomberg) est de 0,5, avec un R² de 9%.

4.3.4. Prime de risque de marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Actions en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans des méthodes DCF à **6,25%**.

expliquée par l'évolution de l'indice. Dans des contextes de liquidité faibles, des R² faibles signifient que le rendement du marché a peu d'impact sur le rendement du titre.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 2,5 Md\$ et 13,2 Md\$)²⁰.

4.3.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques montrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par la formule du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers²¹.

Au cas présent, l'application d'une telle prime nous paraît justifiée dans la mesure où la taille des acteurs joue un rôle prépondérant sur les différents marchés dans lesquels le groupe intervient (volumes d'affaires enregistrés, internationalisation nécessaire, ...).

Nous avons donc retenu à ce titre une prime de taille de 2,43%²², fondée sur l'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps en 2020. Cette prime correspond à la prime *micro cap* (3,21%)²³ retraitée de la prime *mid cap* (0,78%)²⁴ déjà prise en compte dans la prime de marché.

²⁰ « 2020 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps.

²¹ Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

²² Source : "2020 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital" – Duff & Phelps.

²³ La prime *micro cap* correspond à des entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 2,2m\$ et 451,8 m\$.

²⁴ La prime *mid cap* correspond à des entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 2,5 Md\$ et 13,2 Md\$.

4.3.6. Taux d'actualisation retenu

Nous retenons un taux d'actualisation de 8,5% pour évaluer l'ensemble de la Société. Nous avons réalisé des analyses de sensibilité à ce paramètre, avec un taux compris entre 8,0% et 9,0%.

A titre indicatif, le ratio d'endettement de Tessi s'établit à près de 30%. En mettant en œuvre une approche indirecte fondé sur le ratio d'endettement de Tessi et le spread de crédit constaté, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) s'établirait autour de 8,4%, ce qui est proche de la valeur centrale retenue (8,5%, fondé sur une approche directe).

Enfin, nous remarquons que pour les tests de dépréciation, un taux d'actualisation de 8,9% est utilisé, qui est supérieur à la valeur centrale.

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

Sur la base des hypothèses définies précédemment, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs aboutit à une Valeur d'Entreprise de la Société de **645,2 m€** et une valeur des fonds propres de **454,0 m€**.

La valeur par action ressort à **139,2 €**.

Le tableau ci-après présente le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action :

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action de Tessi

En m€ (sauf mention spécifique)	
Valeur d'Entreprise	645,2
Eléments de passage	(191,2)
Valeur des fonds propres	454,0
Nombre d'actions	3 261 671
Valeur par action (€)	139,2

Les multiples implicites d'EBITDA 2021 et 2022 issus de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie ressortent respectivement à **9,0x** et **8,5x**.

Une analyse de sensibilité de cette valeur a été menée :

- au taux d'actualisation (+/- 0,5%) ;
- au taux de croissance à l'infini (+/- 0,25%) ;

- au taux de marge d'EBITDA normatif (+/-0,5%).

Cette analyse fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 120,1 € et 162,2 €.

Valeur par action (en €)	Taux d'actualisation			
	9,0%	8,5%	8,0%	
Taux de croissance à long terme	+1,4%	121,0	133,7	148,4
	+1,6%	125,7	139,2	154,8
	+1,9%	130,7	145,1	161,8

Valeur par action (en €)	Taux d'actualisation			
	9,0%	8,5%	8,0%	
Taux de marge d'EBITDA normatif	+15,5%	119,3	132,2	147,1
	+16,0%	125,7	139,2	154,8
	+16,5%	132,1	146,2	162,5

Valeur par action moyenne (en €)	120,1	139,2	162,2
---	--------------	--------------	--------------

Le Prix d'Offre de 168,60 € par action Tessi (après détachement du dividende exceptionnel de 3,40 €) extériorise une prime de +21,1% par rapport à la valeur centrale issue de la méthode par actualisation des flux de trésorerie futurs (et des primes de +40,4% et +4,0% par rapport aux bornes basse et haute de la fourchette d'évaluation).

5. Référence au cours de bourse (à titre indicatif)

Introduit en bourse le 11 juillet 2001 sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris, les actions de Tessi sont, depuis le 24 janvier 2011, admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext. Le 1^{er} juin 2021, le flottant de la société est de 2,66%.

La référence au cours de bourse est présentée à titre indicatif en raison de la liquidité limitée du titre, même si la Société est bien intégrée à différents indices CAC (CAC Small, CAC All Shares, CAC Mid Small).

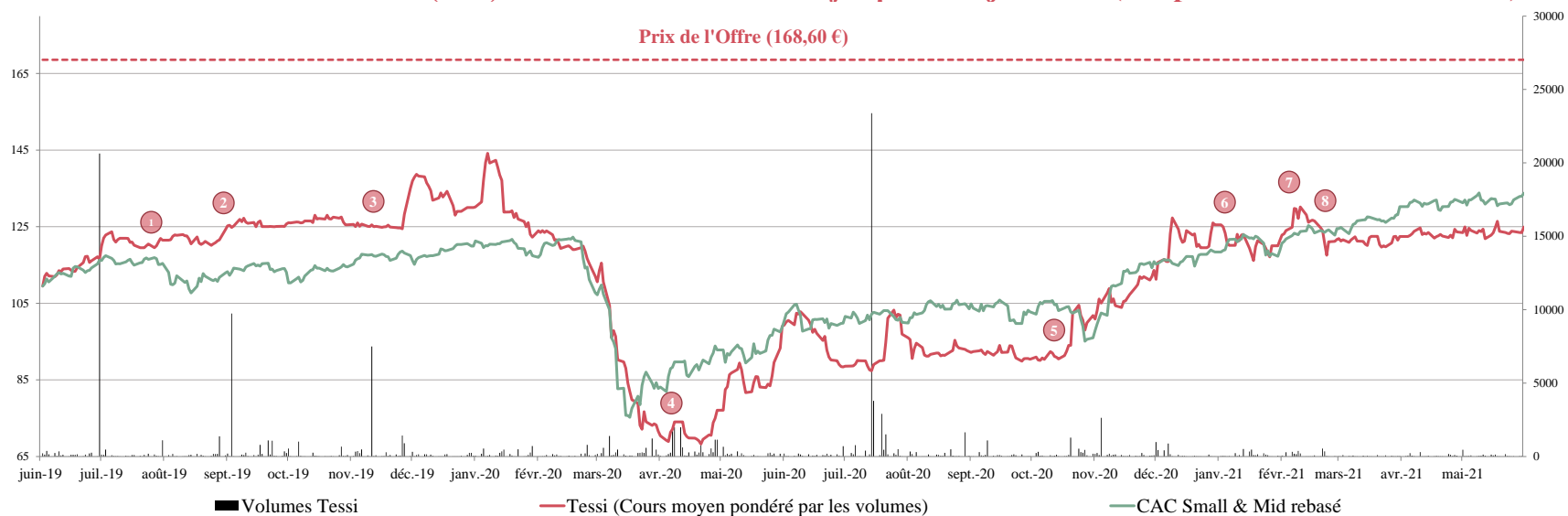
Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de la Société sur deux périodes :

- une première période sur les 24 mois qui précèdent l'annonce de l'Offre Publique de Retrait par l'Initiateur (5.1), soit du 3 juin 2019 au 1^{er} juin 2021 ;
- une seconde période postérieure à cette annonce (5.2), comprise entre le 7 juin 2021 et le 15 septembre 2021.

5.1 Référence au cours de bourse jusqu'au 1^{er} juin 2021, avant l'annonce de l'Offre Publique de Retrait

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action de la Société, ainsi que les volumes échangés et les évènements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse sur les deux dernières années, du 3 juin 2019 au 1^{er} juin 2021, date à laquelle est observé le dernier cours de bourse avant l'annonce de la transaction sur les Blocs et du prochain dépôt de l'Offre. Nous précisons que le cours a été suspendu les 2, 3 et 4 juin 2021.

Evolution du cours de bourse (en €) de la Société sur trois ans jusqu'au 1^{er} juin 2021 (comparé au CAC Small & Mid)



Légende	Date	Evènement
1	31/07/2019	Accord en vue de l'Acquisition d'ADM Value
2	05/09/2019	Acquisition d'Orone
3	28/11/2019	Augmentation de capital au prix de 140€ / action
4	09/04/2020	Publication des résultats 2019
5	21/10/2020	Rachats des actions Amiral Gestion et Sycomore Asset Management
6	08/01/2021	Cession des activités espagnoles
7	08/02/2021	Publication du Chiffre d'affaires annuel 2020
8	10/03/2021	Acquisition d'une participation majoritaire dans Proformation

Source : Bloomberg et Société

Avant de commenter ce graphique, nous rappelons qu'en janvier 2019, l'annonce d'une OPA à 160 € par action porte le cours de l'action à ce niveau. À la suite de la distribution d'un dividende exceptionnel de 42,70 € (qui correspond notamment au produit de cession de la filiale CPoR), le cours s'établit à un niveau proche de celui mécaniquement attendu soit, 117,30 €. Au 2 juin 2019, le cours de bourse est légèrement inférieur à ce niveau, le cours moyen pondéré par les volumes est de 109,5 €.

Le graphique met en évidence plusieurs phases d'évolution du cours de bourse de la Société à partir de la mi-2019 :

- de juin 2019 à février 2020, le cours de bourse de Tessi ne connaît pas d'évolution majeure. La publication des résultats de l'année 2018, ainsi que les acquisitions d'ADM Value et d'Orone sont bien accueillies, sans impact significatif sur le cours de l'action.
- la baisse des marchés actions en mars 2020, due à la crise du Covid-19, est suivie d'une phase de hausse du cours de bourse des actions Tessi d'avril 2020 jusqu'à l'annonce de l'OPR en juin 2021. Bien qu'affectées par la pandémie de Covid-19, les actions Tessi ont bénéficié de la bonne performance des dernières acquisitions ainsi que de la hausse générale des marchés boursiers permise par l'action coordonnée des gouvernements et banques centrales.
- en octobre 2020, l'annonce des opérations sur le capital, réalisées au prix de 120 € par action, a également initié une hausse du cours, pour atteindre ce niveau de prix deux mois plus tard.

Le tableau ci-après donne des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes, jusqu'au 1^{er} juin 2021.

Analyse du cours de bourse de la Société sur an jusqu'au 1^{er} juin 2021

Au 1 ^{er} juin 2021	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	20 jours	60 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	126,00*	121,65	120,74	119,18	96,34	121,33	120,82
Prime/(Décote) induite par le prix d'offre	33,8%	38,6%	39,6%	41,5%	75,0%	39,0%	39,5%
Cours le plus haut (€)	-	123,91	123,91	127,58	127,58	123,91	123,91
Cours le plus bas (€)	-	119,47	117,30	109,05	85,67	119,47	117,30
Volume moyen quotidien	-	71	56	98	253	53	57
Volume cumulé	-	1 557	3 580	12 339	65 020	1 069	3 447
Nb de jours avec échanges	-	22	64	126	257	20	60
Nb de jours de bourse	-	22	64	126	257	20	60
Rotation du flottant (en % du flottant cumulé)	-	1,8%	4,1%	14,2%	74,9%	1,2%	3,3%

Source : Bloomberg au 1^{er} juin 2021.

*Le spot correspond au cours de clôture au 1^{er} juin 2021.

NB : les volumes d'actions échangées ont été retraités des achats d'actions par Tessi hors marché : 260 137 actions en octobre 2020 et 250 694 actions en juin 2021. Nous précisons qu'en octobre 2020, nous avons retraité les 242 437 actions dont l'acquisition a été conclue le 21 octobre et les 17 700 actions dont l'acquisition a été conclue le 29 octobre.

Le Prix d'Offre de 168,60 € par action Tessi (après détachement du dividende exceptionnel de 3,40 €) extériorise une prime :

- **de +33,8% par rapport au cours de clôture du 1^{er} juin 2021, soit le dernier cours observé avant l'annonce du projet d'Offre, soit le 2 juin 2021 (126,0 €);**
- **comprise entre +39,6% et + 41,5% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les trois mois (120,7 €) et les six mois (119,2 €) précédant l'annonce du projet d'Offre.**

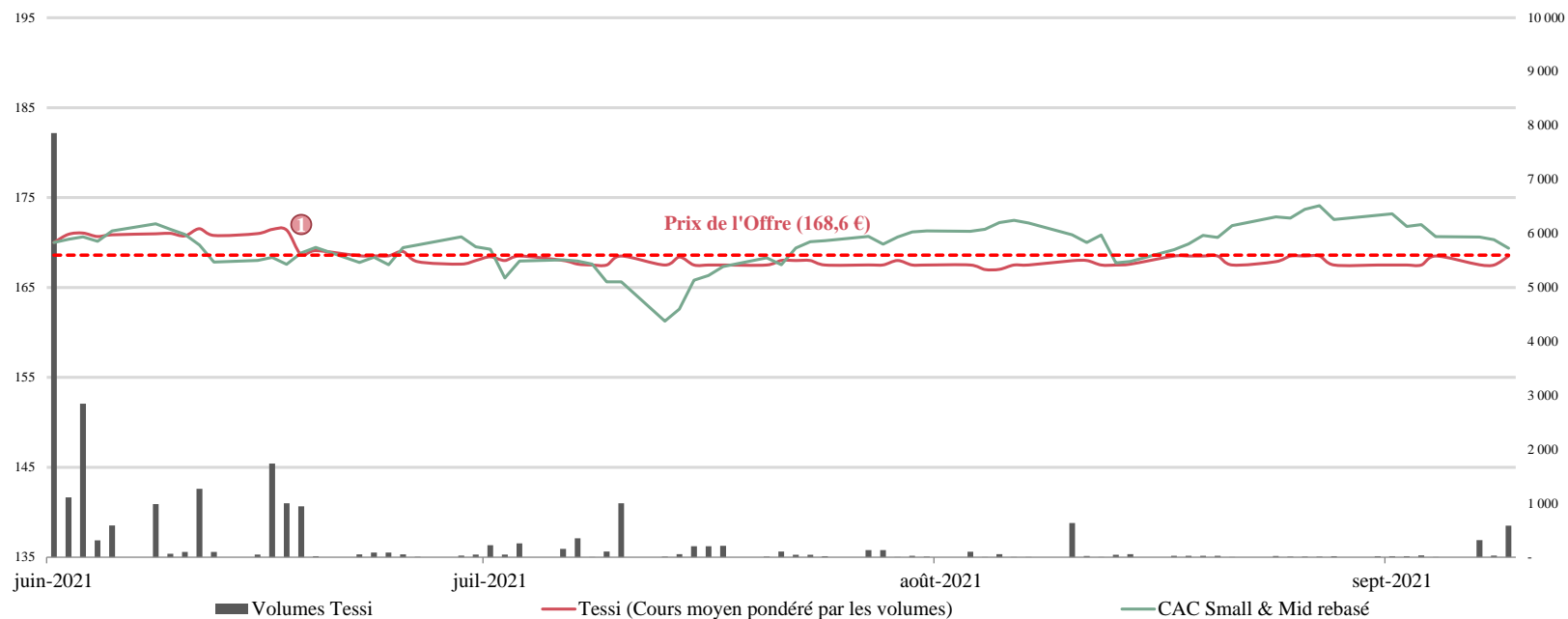
5.2 Evolution du cours de bourse depuis le 7 juin 2021

Après l'annonce le 3 juin 2021 de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire, le cours a logiquement atteint le prix de 172 €, soit le niveau du Prix d'Offre avec dividende attaché.

Le détachement de dividende de 3,40 € le 24 juin 2021 a mécaniquement fait diminuer le cours du même montant.

Depuis, le cours de l'action Tessi reste stable, à un niveau proche du montant du Prix d'Offre après détachement du dividende, soit 168,60 €.

Evolution du cours de bourse (en €) de la Société depuis le 7 juin 2021 jusqu'au 15 septembre 2021



NB : les volumes d'actions échangées ont été retraités des achats d'actions par Tessi hors marché : 240 375 actions en juin 2021.

Légende	Date	Evènement
1	24/06/2021	Détachement du dividende exceptionnel de 3,40 €

Source : Bloomberg et Société

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

6.1 Principe

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

La mise en œuvre de cette méthode se heurte, au cas d'espèce, à la difficulté de constituer un échantillon de sociétés comparables en termes d'activité exercée, de marchés adressés, mais aussi de taille et de profil de croissance et de rentabilité.

Nous n'avons ainsi pas identifié de comparables boursiers qui présentent une offre intégrée telle que celle proposée par Tessi, à savoir une offre qui combine à la fois des services *back office* et *front office*.

Nous avons donc mis en œuvre une approche dite *sum-of-the-part* (sommées des parties), en retenant deux échantillons distincts, l'un pour les activités Business Services (regroupant Documents Services et Customer Marketing) et l'autre pour les activités Relations Clients.

Les résultats découlant de cette approche sont donc retenus à titre indicatif.

6.2 Présentation des sociétés retenues

6.2.1. Business Services

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

Nous avons identifié plusieurs sociétés comparables cotées répondant à ces critères manifestement larges concernant l'activité, mais certaines d'entre elles présentent une taille, un profil de croissance ou de rentabilité trop différent de ceux de la Société (telles que Cegedim, Quadiant, Conduent, Capita).

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

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

La société a généré un chiffre d'affaires de 426 m€ en 2020, principalement auprès de banques (36% de son chiffre d'affaires) et de sociétés d'assurance (22% de son chiffre d'affaires). L'intégralité de son chiffre d'affaires est réalisée en Europe, avec une prédominance du marché français (51% du chiffre d'affaires).

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

La société a généré un chiffre d'affaires de 525 m€ en 2020, principalement en France (87% du chiffre d'affaires) auprès de banques et sociétés d'assurances (32% de son chiffre d'affaires).

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

La société a généré un chiffre d'affaires de 235 m€ en 2020, principalement en France auprès de banques (41,0% du chiffre d'affaires de l'activité services) et de sociétés d'assurance (14,2% du chiffre d'affaires de l'activité services).

Le tableau ci-après présente les principales caractéristiques des sociétés retenues dans notre échantillon : leur taille au travers de leur capitalisation boursière (« Market Cap. ») et leur valeur d'entreprise (« VE »), la croissance attendue de leur chiffre

d'affaires et leur profitabilité prévisionnelle (marge d'EBITDA) sur la période 2021 – 2022, leurs multiples de VE / EBITDA sur la période 2021 - 2022.

Société	Pays	Market cap.* (m€)	VE (m€)	Croissance CA		Marge d'EBITDA		VE/EBITDA	
				2021	2022	2021	2022	2021	2022
Aubay	France	648	608	8,7%	6,2%	10,8%	11,0%	12,1x	11,2x
Neurones	France	796	628	10,7%	6,5%	12,2%	11,9%	8,9x	8,5x
Infotel	France	362	270	9,7%	6,7%	11,7%	12,5%	9,0x	7,9x
Moyenne								10,0x	9,2x

* Market Cap : moyenne 1 mois au 15 septembre 2021.

Source : Bloomberg

Note : les multiples ont été retraités de l'impact IFRS 16.

Nous remarquons qu'Aubay extériorise des niveaux de multiples plus élevés que Neurones et Infotel. En effet, les activités de Aubay concernent davantage le conseil alors que Neurones et Infotel sont spécialisées en assistance technique simple.

L'analyse menée fait ressortir un multiple d'EBITDA 2021 de 10,0x et un multiple d'EBITDA 2022 de 9,2x.

6.2.2. Relations Clients

Nous avons cherché à constituer un échantillon de sociétés cotées regroupant des activités de *customer relationship*, à savoir des centres d'appels, des services de gestion des contacts clients et des activités de modération (gestion des réclamations, étude de satisfaction, ...).

Nous avons identifié plusieurs sociétés comparables cotées répondant à ces critères mais certaines d'entre elles présentent une activité, une implantation géographique, un profil de croissance ou de rentabilité trop différent de l'activité Relations Clients de Tessi (Concentrix, Startek, TeleTech Holdings).

Nous avons ainsi réduit le périmètre de notre échantillon à une société :

- **Téléperformance** est une société française qui offre des services de gestion de rapport à la clientèle. La société gère des centres d'appels, développe des programmes pour fidéliser les clients, offre des services d'études de marché et de télémarketing et développe des logiciels de gestion de relation à la clientèle.

La société a généré un chiffre d'affaires de 5 732 m€ en 2020. La société opère auprès des opérateurs de télécommunications (31% du chiffre d'affaires) et des banques et

assurances (24% du chiffre d'affaires) mais aussi des entreprises publiques (22% du chiffre d'affaires) et du retail (23%). Les activités de la société sont internationales, avec 35% du chiffre d'affaires réalisé dans les pays anglophones et en Asie-Pacifique, 30% dans les pays hispanophones et 26% en Europe Continentale et Moyen-Orient.

Le tableau ci-après présente les principales caractéristiques de Téléperformance : la taille au travers de sa capitalisation boursière (« Market cap. ») et la valeur d'entreprise (« VE »), la croissance attendue du chiffre d'affaires et la profitabilité prévisionnelle (marge d'EBITDA) sur la période 2021 - 2022.

Société	Pays	Market cap.* (m€)	VE (m€)	Croissance CA		Marge d'EBITDA		VE/EBITDA	
				2021	2022	2021	2022	2021	2022
Téléperformance	France	21 919	23 866	20,6%	5,0%	17,6%	17,7%	19,7x	18,6x

* Market Cap : moyenne 1 mois au 15 septembre 2021.

Source : Bloomberg.

Note : les multiples ont été retraités de l'impact IFRS 16.

Il ressort de cette analyse que :

- Téléperformance est une société de taille très significativement supérieure à celle de Tessi, sa capitalisation boursière est environ 40x à 50x plus élevée que celle de Tessi.
- Les niveaux de marges de Téléperformance sont inférieurs à ceux de l'activité Relations Clients de Tessi. Ce différentiel est dû notamment au fait qu'ADM Value, représentant plus de 75% de l'activité Relations Clients de Tessi en termes de chiffre d'affaires et d'EBITDA, dispose de centres d'appels *off-shore*, ce qui conduit à extérioriser des niveaux de marges plus élevés que Téléperformance, dont les centres d'appels se situent majoritairement en France.
- Le niveau de multiple d'EBITDA de Téléperformance est élevé, notamment par rapport à celui extériorisé par la transaction d'ADM Value, datée de juillet 2019. Le multiple extériorisé lors de la transaction s'est établi à 10,5x l'EBITDA 2018.

Les acteurs du marché sont entrés dans une logique de course à la taille avec des stratégies de croissance externe fortes, leur permettant d'enregistrer des volumes d'affaires importants et de se développer à l'international. Ainsi, le niveau de multiple extériorisé par Téléperformance est fortement lié à la taille du groupe.

Ce fort différentiel de taille entre Téléperformance et l'activité attribuable aux services de Relations Clients de Tessi nous a conduit à retenir une décote sur le multiple de Téléperformance.

Le principe d'appliquer une décote ou prime de calibrage est présentée dans les guidelines des normes IPEV (*International Private Equity and Venture Capital*)²⁵ : « la référence à une transaction récente est utilisée pour calibrer les inputs utilisés dans les différentes approches d'évaluation mais il convient d'analyser, à la date d'évaluation, les événements intervenus qui sont susceptibles de faire évoluer la valeur ».

Afin de déterminer cette décote, nous avons mis œuvre une analyse dite de « calibrage », en considérant le différentiel entre :

- le multiple de Téléperformance en juillet 2019 (15,7x EBITDA), qui s'entend hors prime de contrôle ;

Société	Pays	Market cap.* (m€)	VE (m€)	VE/EBITDA 2019	VE/EBITDA 2020
Teleperformance	France	10 340	12 053	15,7x	14,2x

* Market Cap : moyenne 1 mois au 31 juillet 2019.

Source : Bloomberg.

Note : les multiples ont été retraités de l'impact IFRS 16.

- le multiple extériorisé par l'acquisition d'ADM Value par Tessi en juillet 2019, en tenant compte du fait qu'il inclut une prime de contrôle.

La prime de contrôle représente la majoration du prix qu'un acquéreur accepte de payer afin d'acquérir le contrôle d'une société. Celle-ci est largement dépendante du contexte transactionnel (intensité de la concurrence entre acquéreurs pour une même cible, rapprochement entre l'acquéreur et la cible, intensité de la régulation du secteur économique, le montant de synergies espérées par l'acquéreur, etc.). Dans le cas présent, l'acquisition ayant concerné 100% du capital, celle-ci prend en compte une prime de contrôle.

Les études menées sur les primes payées lors de transactions intervenues sur des sociétés cotées²⁶ extériorisent des primes de contrôle comprises entre 15% et 25%²⁷.

²⁵ “*International Private Equity and Venture Capital – Valuation Guidelines*” - December 2018 – Section I.3.10.

²⁶ Les primes payées lors de transactions intervenues sur des sociétés cotées, observables et quantifiables, sont un bon indicateur de la prime d'acquisition du contrôle telle que valorisée par le marché.

²⁷ Primes moyennes observées sur le cours de bourse de la cible lors d'offres publiques d'achat en France et Europe de l'Ouest ; cf. notamment *Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières*, SFEV, 2018 et *Observatoire des offres publiques*, EY, 12^{ème} édition (2021).

Nous avons donc ajusté le multiple extériorisé lors de la transaction d'ADM Value (soit 10,5x EBITDA) pour neutraliser la prime de contrôle, que nous avons estimé à 20%. Le multiple d'ADM Value retraité de la prime de contrôle s'établit ainsi à 8,4x²⁸ EBITDA.

Sur ces bases, la décote de calibrage s'élève au minimum à 47%²⁹.

L'application de la prime de calibrage aux multiples de Téléperformance, extériorisés au 15 septembre 2021, aboutit à un multiple d'EBITDA 2021 de **10,5x³⁰** et un multiple d'EBITDA 2022 de **9,9x³¹**.

Par ailleurs, il est important de noter que la capitalisation boursière de Téléperformance a doublé entre juillet 2019 et septembre 2021. Ce constat conforte l'approche consistant à retenir une décote de calibrage.

L'analyse menée fait ressortir un multiple EBITDA 2021 de 10,5x et un multiple EBITDA 2022 de 9,9x.

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

En appliquant les multiples déterminés pour les deux échantillons aux agrégats pertinents, soit EBITDA 2021 et EBITDA 2022, nous obtenons une valeur des fonds propres comprises entre **529,8 m€** et **542,7 m€**, soit une valeur de l'action comprise entre **162,4 €** et **166,4 €**.

En m€	Bas ³²	Haut ³³
VE	721,0	733,9
Ajustements VE à Valeur des fonds propres	(191,2)	(191,2)
Valeur des fonds propres	529,8	542,7
Nombre d'actions	3 261 671	3 261 671
Valeur par action (€)	162,4	166,4

²⁸ $10,5x \times (1-20\%) = 8,4x$

²⁹ $8,4x / 15,7x - 1 = -47\%$

³⁰ $19,7x \times (1-47\%) = 10,5x$.

³¹ $18,6x \times (1-47\%) = 9,9x$.

³² Application des multiples de VE/EBITDA 2022 aux agrégats pertinents

³³ Application des multiples de VE/EBITDA 2021 aux agrégats pertinents

L'approche par les multiples boursiers aboutit à une fourchette de valorisation de l'action de la Société comprise entre 162,4 € et 166,4 €.

Le Prix d'Offre de 168,60 € par action Tessi (après détachement du dividende exceptionnel de 3,40 €) extériorise donc une prime comprise entre +1,3% et +3,8% par rapport aux bornes de la fourchette de valorisation issue de l'approche par les multiples boursiers.

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

7.1 Principe

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

La mise en œuvre de cette méthode se heurte non seulement à la difficulté d'identifier des sociétés comparables en termes d'activité, d'implantation géographique, de taille, de profil de croissance et de rentabilité, mais également à la difficulté d'obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples.

Nous n'avons pas identifié de transactions impliquant des sociétés proposant une offre intégrée telle que celle proposée par Tessi, à savoir une offre qui combine à la fois des services *back office* et *front office*. Nous avons donc mis en œuvre une approche dite *sum-of-the-part* (sommées des parties), en retenant deux échantillons distincts, l'un pour les activités Business Services (regroupant Documents Services et Customer Marketing) et l'autre pour les activités Relations Clients.

Les résultats découlant de cette approche sont retenus à titre indicatif.

7.2 Présentation des transactions comparables identifiées

7.2.1. Business services

Nous avons concentré nos recherches sur des transactions réalisées au cours des trois dernières années et dont les cibles sont localisées en Europe.

Sur ce segment, nous avons identifié trois transactions récentes, à savoir :

- Runway BPO (référence externe) en mai 2018 ;

- Owliance (référence interne) en juin 2018 ;
- Konecta (référence externe) en février 2019.

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

Cible	Acquéreur	Date de closing	Valeur d'Entreprise (m€)	EBITDA considéré	Marge d'EBITDA	Multiple d'EBITDA
Runway BPO	Webhelp	mai-18	20	N-1	10%	9,3x
Owliance SAS	Tessi SA	juin-18	62	N-1	19%	15,6x
Konecta	Intermediate Capital	février-19	700	N-1	11%	8,0x
Moyenne						10,9x

Source : Tessi SA, MergerMarket.

La transaction interne impliquant Owliance extériorise un multiple élevé en raison du contexte concurrentiel de l'opération et des fortes synergies attendues par Tessi. Owliance a notamment permis à Tessi de devenir leader dans le BPO assurance.

L'analyse menée fait ressortir un multiple moyen d'EBITDA N-1 de 10,9x.

7.2.2. Relations Clients

Nous avons concentré nos recherches sur des transactions réalisées au cours des trois dernières années et dont les cibles sont localisées en Europe.

Sur ce segment, nous avons identifié deux transactions récentes, à savoir :

- ADM Value (référence interne) en juillet 2019 ;
- Webhelp (référence externe) en août 2019.

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

Cible	Acquéreur	Date de closing	Valeur d'Entreprise (m€)	EBITDA considéré	Marge d'EBITDA	Multiple d'EBITDA
ADM Value	Tessi SA	juillet-19	112	N-1	28%	10,5x
Webhelp SAS	Groupe Bruxelles Lambert SA	août-19	2 400	N-1	14%	12,7x

Moyenne	11,6x
---------	-------

Source : Tessi SA, MergerMarket.

Il est important de noter que Webhelp est une société de taille significativement plus importante que celle de Tessi. Le multiple extériorisé par la transaction peut être considéré comme élevé au regard de l'activité Relations Clients de Tessi.

L'application du multiple moyen retenu conduit donc à une valeur haute de l'activité Relations Clients.

L'analyse menée fait ressortir un multiple moyen d'EBITDA N-1 de 11,6x.

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

En appliquant les multiples déterminés pour les deux échantillons aux agrégats pertinents, soit les EBITDA 2020 des deux échantillons, nous obtenons une valeur des fonds propres de **484,1 m€**, soit une valeur de l'action de **148,4 €**. Nous appliquons une fourchette de +/-10% à la valeur de l'action ainsi obtenue afin de définir une borne haute et une borne basse.

En m€ (sauf mention spécifique)	Borne Basse (-10%)	EBITDA 2020	Borne haute (+10%)
Multiple transactionnel	-	11,2x	-
EBITDA - Tessi	-	60,3	-
Valeur d'Entreprise	-	675,2	-
Ajustements	-	(191,2)	-
Valeur des capitaux propres	-	484,1	-
Nombre d'actions	-	3 261 671	-
Valeur par action (€)	133,6	148,4	163,2

*L'EBITDA 2020 Tessi est net de l'impact IFRS 16. Les transactions ne présentent pas d'agrégat post IFRS 16.

L'approche par les multiples de transactions comparables aboutit à une fourchette de valorisation de l'action de la Société comprise entre 133,6 € et 163,2 €.

Le Prix d'Offre de 168,60 € par action Tessi (après détachement du dividende exceptionnel de 3,40 €) extériorise donc des primes de +26,2% et +3,3% par rapport aux bornes basse et haute de la fourchette d'évaluation.

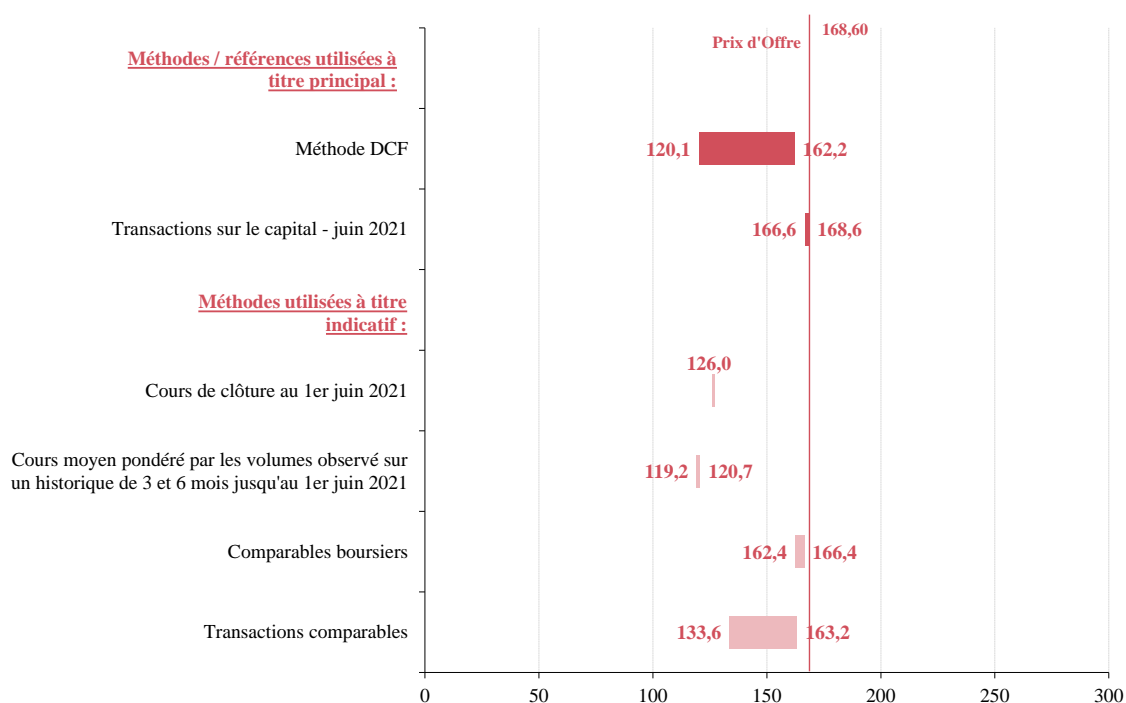
Ce résultat est lié à la prise en compte dans l'échantillon (i) d'une transaction interne extériorisant un multiple élevé en raison de nombreuses synergies attendues et (ii)

d'une transaction externe sur une société de taille beaucoup plus importante que celle de Tessi. C'est pourquoi cette méthode n'est présentée qu'à titre indicatif.

8. Synthèse de nos travaux d'évaluation

Le graphique ci-après présente les fourchettes de valorisation l'action selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références retenues ainsi que le Prix d'Offre de 168,60 €/action.

Synthèse de valeur – Titres de la Société (en €)



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

1. Eléments d'appréciation du prix des actions

Nous avons effectué la comparaison de nos travaux avec ceux de la Société Générale (ci-après « la Banque présentatrice »).

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

Comparaison des travaux – Banque Présentatrice vs. Expert Indépendant

	Banque présentatrice			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Référence à la transaction sur le capital en juin 2021		168,6		166,6	-	168,6
Actualisation des flux de trésorerie	120,0	137,9	160,1	120,1	139,2	162,2
Référence au cours de Bourse*	87,4	-	132,0	119,2	-	126,0
Multiples Boursiers	117,9	-	142,3	162,4	-	166,4
Multiples Transactionnels	134,9	-	158,4	133,6	148,4	163,2

* Banque présentatrice : données sur 12 mois ; Expert Indépendant : maximum et minimum des données observées entre les cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois et 6 mois et le cours de clôture observé au 1^{er} juin 2021.

1.1 Choix des méthodes d'évaluation et des références

En matière de choix des méthodes et des références, la Banque présentatrice a, comme nous, retenu :

- à titre principal, (i) la référence aux transactions récentes sur le capital et (ii) la méthode par actualisation des flux de trésorerie futurs.
- à titre indicatif, l'approche par (i) les multiples boursiers et (ii) les multiples de transactions comparables.

En revanche, nous avons retenu la référence au cours de bourse à titre indicatif alors que la Banque présentatrice a retenu cette référence à titre principal.

1.2 Détermination des éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la Valeur des Fonds Propres

La détermination des éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la Valeur des Fonds Propres est relativement similaire entre nos travaux (191,2 m€) et ceux de la Banque présentatrice (190,8 m€ - hors impact IFRS 16).

Comme nous, la Banque présentatrice fonde ses éléments de passages sur les comptes arrêtés au 30 juin 2021.

Les principaux écarts identifiés proviennent d'une différence de taux d'actualisation et de taux d'impôt retenus pour les éléments suivants :

- la Banque présentatrice évalue les économies d'impôt résultant des déficits fiscaux à 3,0 m€, tandis que nous les valorisons à 2,7 m€. Cette différence résulte d'un taux d'actualisation et d'un taux d'impôt retenu à long-terme légèrement différents.
- la Banque présentatrice évalue les engagements de retraite après impôt à 23,3 m€, tandis que nous les valorisons à 23,2 m€. Cette différence résulte de l'application d'un taux d'impôt différent.
- la Banque présentatrice évalue l'*earn out* lié à l'acquisition de Proformation à 8,4 m€, tandis que nous l'évaluons à 8,6 m€. Cette différence résulte de paramètres d'actualisation légèrement différents (taux d'actualisation et d'impôt).

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

A l'instar de l'approche que nous avons également retenue, la Banque présentatrice a mis en œuvre la méthode par les flux de trésorerie disponibles de manière consolidée, sans distinguer les différentes activités dans la mesure où Tessi propose une offre intégrée.

Les principaux écarts identifiés sont listés ci-après :

- la Banque présentatrice a considéré trois années d'extrapolation, jusqu'à l'année 2027, et déterminé un flux normatif post 2027 alors que nous avons considéré une seule année d'extrapolation, jusqu'à l'année 2025, et déterminé un flux normatif post 2025.

- les hypothèses (i) de taux d'impôt sur l'horizon du plan d'affaires (retenu à 25% par la Banque présentatrice), (ii) du taux d'actualisation appliqués aux flux (retenu à 8,8% par la Banque présentatrice) ainsi que (iii) celles du taux de croissance à l'infini (retenu à 1,8% par la Banque présentatrice) diffèrent.

1.4 Mise en œuvre de la référence au cours de bourse

La Banque présentatrice retient la référence au cours de bourse à titre principal alors que nous retenons cette référence à titre indicatif.

La différence entre nos résultats et ceux de la Banque présentatrice résultent :

- De l'observation des cours de bourse de la Société et des volumes échangés sur des bases de données différentes ;

La Banque présentatrice fonde ses analyses sur Capital IQ alors que nous considérons les données issues de Bloomberg. Ces deux bases de données présentent de légères différences.

- du calcul des cours de bourse exposés ;

La Banque présentatrice observe les cours de clôture de chaque jour de bourse puis calcule une moyenne pondérée par les volumes d'actions échangées selon la période considérée (1 mois, 3 mois, 6 mois, ...). Nous calculons directement un *VWAP intra day* (soit un cours moyen pondéré par les volumes pour chaque jour) puis nous recalculons à partir de ce *VWAP intra day* un cours moyen pondéré par les volumes selon la période considérée (1 mois, 3 mois, 6 mois, ...).

- des retraitements effectués sur le nombre d'actions échangées pour calculer les rotations de flottant.

La Banque présentatrice retraite respectivement en octobre 2020 et au 1^{er} juin 2021 un nombre d'actions de 242 347 et 250 323 actions. Nous retraitions respectivement en octobre 2020 et au 1^{er} juin 2021 un nombre d'actions de 260 137 et 250 694 actions, telles que présentées dans la note d'information.

1.5 Mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers

De même que la Banque présentatrice, nous avons constitué deux échantillons pour évaluer la Société, un échantillon pour les activités Business Services (*back office*) et un autre échantillon pour les activités de Relations Clients (*front office*).

La différence entre nos résultats et ceux de la Banque présentatrice résulte principalement de la définition de l'échantillon de sociétés comparables :

- concernant l'échantillon *back office*, nous avons retenu les sociétés Aubay, Neurones et Infotel SA.

La Banque présentatrice a également tenu compte de ces trois sociétés mais a ajouté les sociétés suivantes dans son échantillon : Conduent, Capita, Quadient, et Cegedim. Nous avons exclu ces sociétés en raison d'une activité différente, d'une empreinte géographique différente et/ou d'un profil de croissance et de rentabilité différents de celles de Tessi.

- concernant l'échantillon *front office*, nous avons retenu uniquement la société Téléperformance, qui dispose d'un profil de marge relativement comparable à l'activité Relations Clients de Tessi.

La Banque présentatrice a également tenu compte de cette société mais a ajouté les sociétés suivantes dans son échantillon : Concentrix, Sykes, Atento et Startek. Nous avons exclu ces sociétés en raison d'une activité différente, d'une empreinte géographique différente et/ou d'un profil de croissance et de rentabilité différents de celles de Tessi.

Les multiples de la Banque présentatrice sont déterminés au 1^{er} juin 2021, alors que les nôtres le sont au 15 septembre 2021, ce qui explique les éventuels écarts observés, compte tenu de l'appréciation générale du marché actions sur la période.

Par ailleurs, nous précisons que la Banque présentatrice présente des multiples post IFRS 16 alors que nous présentons des multiples retraités de l'impact IFRS 16.

1.6 Mise en œuvre de la méthode des multiples transactionnels

De même que la Banque présentatrice, nous avons constitué deux échantillons pour évaluer la Société, un échantillon pour les activités Business Services (*back office*) et un autre échantillon pour les activités de Relations Clients (*front office*).

La différence entre nos résultats et ceux de la Banque présentatrice résulte principalement de la définition de l'échantillon de transactions comparables :

- concernant l'échantillon *back office*, nous avons retenu les transactions sur Owliance (transaction interne), Konecta (transaction externe) et Runway BPO (transaction externe).

La Banque présentatrice a également tenu compte d'autres transactions externes (TeleBilling, Descom) et internes (sociétés espagnoles acquises puis cédées par Tessi). Ces transactions sont toutes anciennes (datées de 2015, 2016) et certaines concernent les sociétés espagnoles acquises puis cédées par Tessi en raison de leur manque de performance.

- concernant l'échantillon *front office*, nous avons retenu les transactions sur ADM Value (transaction interne) et Webhelp (transaction externe).

La Banque présentatrice a également tenu compte d'autres transactions externes (Sykes Enterprises, Voxpro, Transcom WorldWide et Comdata). Ces transactions sont anciennes (datées de 2015, 2016) ou concernent des sociétés dont le profil de croissance et de rentabilité est différent de celui de l'activité Relations Clients (Sykes Enterprises).

VI. ANALYSE DES ACCORDS CONCLUS ENTRE L'INITIATEUR ET LES DIRIGEANTS DE LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AFPECTER LEUR INDEPENDANCE (ART. 261-1, I, AL. 2, RGAMF)

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du Prix d'Offre.

Une clause de complément de prix était prévue dans le contrat d'acquisition du 3 juin 2021 et restera en vigueur jusqu'au 3 décembre 2021. Toutefois, le Prix d'Offre étant égal au prix par action payé dans le cadre du Contrat d'Acquisition, l'Offre ne donnera lieu à aucun complément de prix au bénéfice du vendeur concerné, étant en outre précisé que l'Initiateur a pris l'engagement de ne procéder à aucune acquisition ou cession susceptible de donner lieu au paiement du complément de prix prévu dans le Contrat d'Acquisition.

Nous n'avons pas relevé d'accords connexes à l'Offre, mais avons analysé les clauses des Promesses Croisées Modifiées conclues le 13 septembre 2021 entre les bénéficiaires d'actions gratuites Tessi et Pixel Holding, qui sont présentées ci-dessous, dans la mesure où ils caractérisent des accords conclus entre l'initiateur et les dirigeants de la Société susceptibles d'affecter leur indépendance, en application de l'alinéa 2 de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

A ce jour, il existe 33 091 actions gratuites qui ont été définitivement attribuées lors des Directoires de la Société des 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018. Ces actions gratuites se répartissent comme suit :

- 4 680 sont visées par l'Offre ;
- 3 190 ont déjà été acquises par l'Initiateur par exercice des Promesses d'Achat et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre ;
- 25 221 ont fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées conclues le 13 septembre 2021 et ne sont pas visées par l'Offre dont ;
 - 9 600 sont des actions déjà émises pour lesquelles la période de conservation est d'ores et déjà échue ;
 - 15 621 d'entre elles, des actions déjà émises qui seront encore en période de conservation à la date de clôture de l'Offre ;Ces 25 221 actions gratuites Tessi ayant fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées conclues entre leurs bénéficiaires et Pixel Holding, représentent 0,77% du capital et

1,06% des droits de vote de la Société et ne sont pas visées par l'Offre dans la mesure où ces actions sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce.

Au titre de la Tranche 3 du Plan 2017 et de la Tranche 2 du Plan 2018, il existe 1 780 actions, à émettre qui sont encore en période d'acquisition jusqu'à la survenance de certains événements au niveau de Pixel Holding 2, et dans la mesure où elles ne seront pas émises à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, ne sont pas visées par l'Offre.

Les actions gratuites non visées par l'Offre, ayant fait l'objet de Promesses Croisées Modifiées, assimilées à des titres détenus par l'Initiateur exposent leurs bénéficiaires tant à un risque de hausse de la valeur liée à la croissance des agrégats opérationnels de la Société, qu'à un risque de baisse dans le cas où les performances de cette dernière seraient moins importantes qu'estimées.

Des clauses classiques tel qu'un droit de sortie conjointe (*tag along*) et de sortie forcée (*drag along*) sont prévues mais aucune clause de prix garanti au bénéfice des titulaires des actions gratuites.

Les mécanismes de liquidité décrits ci-avant ne sont pas de nature à conférer des avantages particuliers à certains actionnaires.

Ils ne confèrent pas de valeur garantie et ne constituent pas une manifestation d'inégalité de traitement par rapport à l'ensemble des actionnaires de la Société.

VII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le Conseil de surveillance de la Société le 30 juin 2021 en application de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF, alinéas 1 et 2, et de l'article 261-1 II.

Au regard du contexte de l'Offre, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est accompagnée d'accords conclus entre l'Initiateur et les dirigeants de Tessi susceptibles d'affecter leur indépendance, prévoyant des mécanismes de liquidité pour les porteurs d'actions gratuites. Ces promesses n'affectent pas l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre.
- Nous n'avons pas relevé d'Accords Connexes au sens de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF, alinéa 4.
- Le Prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette des valeurs obtenues par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, sachant que l'Initiateur est une holding d'investissements qui n'a pas la possibilité de dégager de synergies avec la Société. Plus spécifiquement, le Prix d'Offre fait apparaître des primes de +40,4% et +4,0% par rapport aux bornes basse et haute de la fourchette d'évaluation.
- Le Prix d'Offre est identique au prix le plus élevé payé par l'Initiateur lors de transactions réalisées sur le capital au cours des douze derniers mois.

En conclusion, nous considérons que le Prix d'Offre de 168,60 € est équitable pour les porteurs de titres de la Société dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait ainsi que du Retrait Obligatoire.

Fait à Paris, le 13 octobre 2021



Maurice NUSSENBAUM
Président SORGEM EVALUATION

Annexe :

Lettre de mission

tessi

SORGEM Evaluation
Monsieur Maurice NUSSENBAUM
11 rue Leroux
75116 PARIS

Grenoble, le 22 juillet 2021

Réf. : TESSI OPR/RO

Cher Monsieur,

Nous faisons suite (i) à nos différents échanges téléphoniques et (ii) à votre proposition d'intervention en vue de la réalisation d'une expertise indépendante dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'« Offre ») que la société PIXEL HOLDING, notre actionnaire majoritaire, envisage de déposer sur les actions de notre Société et consistant en l'établissement :

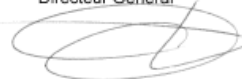
- d'un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, et
- d'une attestation d'équité portant sur le caractère équitable des conditions financières proposées dans le cadre de l'Offre.

Nous prenons bonne note de la déclaration d'indépendance de votre Cabinet vis-à-vis de notre Société conformément à la réglementation en vigueur.

Nous vous mandatons, dans les conditions fixées dans votre proposition d'intervention en date du 7 juillet dernier, pour la réalisation de cette mission.

Nous vous prions d'agréer, Cher Monsieur, nos salutations distinguées.

Monsieur Olivier JOLLAND
Directeur Général



Tessi
14 rue des Arts et Métiers - 38027 Grenoble Cedex
Tél. +33 (0)4 76 70 59 10 - www.tessi.eu

SA à Direction et Conseil de Surveillance au capital de 6 524 310 euros - 071 501 571 RCS GRENOBLE
N° de TVA intracommunautaire : FR 89 071 501 571 - APE : 7010 Z

Diligences effectuées par l'expert

1. Programme de travail

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

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés 2020 de la Société et des résultats semestriels 2021 ;
- Entretiens avec le management de la Société sur les points suivants :
 - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > Présentation de la performance historique ;
 - > Présentation des prévisions d'atterrissage et des perspectives de la Société ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société ;
 - > Evaluation de la Société sur la base de la méthode des flux de trésorerie futurs ;
 - > Analyse du cours de bourse ;
 - > Examen de la pertinence d'une évaluation de la Société fondée sur une approche analogique avec la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables. Dans ce cadre, identification de comparables boursiers et transactionnels, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences existantes entre la Société et les sociétés comparables ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par la Banque présentatrice ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Société :

- M. Olivier Jolland : Directeur Général
- Mme Alexandra Belleteste : Responsable Juridique Corporate

- Mme Stéphanie Larique : Responsable consolidation
- M. Maxime Bereiziat : Consolideur

Comité ad hoc :

- Mme Alix Guillon : membre du Conseil de Surveillance et membre du Comité d'Audit
- M. Michel Angé : membre du Conseil de Surveillance et membre du Comité d'Audit (membre indépendant)
- M. Patrick Bataillard : membre du Conseil de Surveillance et Président du Comité d'Audit (membre indépendant)

Société Générale (Banque présentatrice) :

- M. Michael Herrmann : Directeur – Mergers & Acquisitions
- M. Dorian Barthel : Associate - Mergers & Acquisitions
- M. Mark Hodsman : Analyste - Mergers & Acquisitions

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Présentation des segments d'activités	Société
Analyses de marché	Société / Xerfi
Rapport de Due Diligences	Société / Deloitte / D'Ornano & Associés
Rapports Annuels de Tessi	Société
Comptes semestriels 2021 de Tessi	Société
Plan d'affaires	Société
Rapport d'évaluation de la Banque présentatrice	Société Générale
Projet de note en réponse	Société
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas, etc.)	Bloomberg
Notes d'analystes	Thomson Reuters
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Bloomberg / sites internet / Mergermarket

4. Calendrier de l'étude

- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Conseil de surveillance : 30 juin 2021.
- Etablissement d'une lettre de proposition d'intervention : 7 juillet 2021.

- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'Etablissement présentateur et rédaction du projet de rapport : du 19 juillet 2021 au 27 septembre 2021.
- Réunions avec les membres du Comité ad hoc :
 - 22 septembre 2021
 - 4 octobre 2021
- Communication d'un projet de rapport aux membres du Comité ad hoc : 29 septembre 2021
- Obtention de lettre d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 4 octobre 2021
- Communication de la version mise à jour de notre rapport : 13 octobre 2021.

5. Rémunération

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de Sorgem Evaluation s'établit à 70 000 euros hors taxes. Les temps passés sur la mission se sont élevés à 315 heures.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à notre 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 ».

Madame Claire FISTAROL, Présidente du Directoire

Monsieur Olivier JOLLAND, Membre du Directoire et Directeur Général