

*Le présent projet de note en réponse
reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



**EN RÉPONSE
A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE EVOLIS**

INITIÉE PAR CEDYS & CO



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 3 septembre 2019, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet d'EVOLIS (www.evolis.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès d'EVOLIS SA, 14, avenue de la Fontaine, ZI Angers-Beaucouzé, 49070 Beaucouzé France.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, d'EVOLIS sera mis à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Sommaire

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	6
2.1	Contexte de l'Offre	6
2.2	Actions détenues par l'Initiateur	7
2.3	Principales dispositions de l'Offre	8
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EVOLIS	11
4.	AVIS MOTIVÉ DU COMITE D'ENTREPRISE DE LA SOCIETE ET INFORMATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE.....	14
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	14
6.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES.....	15
7.	CLAUSES D'ACCORD SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	15
8.	ELEMENTS CONCERNANT EVOLIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
8.1	Structure et répartition du capital à la date du Projet de Note en Réponse.....	15
8.2	Dispositions des statuts limitant l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions .	17
8.3	Clause des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	17
8.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital d'EVOLIS ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	18
8.5	Liste des détenteurs de tous titres conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle	19
8.6	Mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	19
8.7	Accords entre les actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	19
8.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts d'EVOLIS	20
8.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, notamment concernant l'émission et le rachat d'actions	21
8.10	Accords qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle d' EVOLIS, sauf si cette divulgation, à l'exception des obligations légales relatives à la divulgation, doit porter atteinte de manière substantielle aux intérêts de la Société....	22
8.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	22
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	22
10.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	22

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

En application des dispositions du Titre III du Livre II, et plus particulièrement les articles 233-1 et suivants, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, la société CEDYS & CO, société par actions simplifiée de droit français, au capital de 97.728.390 euros dont le siège social est 14 avenue de la Fontaine, ZI Angers Beaucouzé, 49070 BEAUCOUZE, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Angers sous le numéro 851 728 618 (l'« **Initiateur** »), s'est engagée de manière irrévocable envers l'AMF à offrir à tous les actionnaires d'EVOLIS, société anonyme française au capital social de 417.649,60 euros, dont le siège social est 14 avenue de la Fontaine, ZI Angers Beaucouzé, 49070 BEAUCOUZE, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Angers sous le numéro 428 564 710 et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0004166197, mnémonique ALTVO (« **EVOLIS** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité de leurs actions EVOLIS (les « **Actions** »), en numéraire, au prix de 30 euros par action EVOLIS (le « **Prix de l'Offre** »), dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») ainsi que dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 3 septembre 2019 (le « **Projet de Note d'Information de l'Initiateur** »).

L'Offre fait suite à l'apport, le 19 juin 2019, (la « **Date de Réalisation** ») par les associés dirigeants mandataires sociaux et deux salariés associés d'EVOLIS à CEDYS & CO de 3.257.613 Actions à l'Initiateur représentant, à cette date, 62,40% du capital social et 58,15% des droits de vote théoriques de la Société, au Prix de l'Offre (l'« **Apport** », et avec l'Offre, l'« **Opération** »).

Les conditions et modalités de l'Apport sont décrites à la section 2.1.1 du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »).

Le capital de l'Initiateur est détenu par Monsieur Emmanuel Picot à concurrence de 24,68%, Monsieur Serge Olivier à concurrence de 24,47%, Madame Cécile Belanger à concurrence de 22,03%, Monsieur Didier Godard à concurrence de 22,08%, Monsieur Yves Liatard à concurrence de 5,54%, Madame Cyrille Volentier à concurrence de 1,14% et par Madame Nelly Laurent à concurrence de 0,06% (les « **Associés de CEDYS & CO** »).

Il est précisé que les Associés de CEDYS & CO, sont présumés agir de concert avec cette dernière vis-à-vis de la société EVOLIS en vertu de l'article L. 233-10 II, 4° du code de commerce, et de l'adhésion des Associés de CEDYS & CO au pacte d'associés de cette société conclu le 19 juin 2019 (le « **Concert** »). Le Concert détient, à ce jour, 3.316.930 Actions représentant 3.367.238 droits de vote, soit 63,54% du capital et 60,11% des droits de vote théoriques de la Société répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques*
CEDYS & CO	3.257.613	62,40	3.257.613	58,15
Emmanuel Picot	30.001	0,57	60.002	1,07
Serge Olivier	1	ns	2	ns
Cécile Belanger	1	ns	2	ns
Didier Godard	1	ns	2	ns
Yves Liatard	1	ns	2	ns
Cyrille Volentier	9.103 en pleine propriété	0,17	18.206	0,32
	11.200 en usufruit	0,21 en usufruit	22.400 aux assemblées générales ordinaires	0,40 aux assemblées générales ordinaires
Aude Lardy**	11.200 en nue-propriété	0,21 en nue-propriété	22.400 aux assemblées générales extraordinaires	0,40 aux assemblées générales extraordinaires
Nelly Laurent	9.009	0,17	9.009	0,16
Total concert	3.316.930	63,54	3.367.238	60,11

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

** Fille de Cyrille Volentier

Ainsi, à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient :

- (i) seul 3.257 613 actions représentant autant de droits de vote soit 62,40% du capital et 58,15% des droits de vote d'EVOLIS sur la base d'un nombre total de 5.220.620 actions et 5.601.900 droits de vote théoriques de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF,
- (ii) de concert avec les Associés de CEDYS & CO 3.316 930 actions représentant 3.367 238 droits de vote soit 63,54% du capital et 60,11% des droits de vote d'EVOLIS sur la base d'un nombre total de 5 220 620 actions et 5.601.900 droits de vote théoriques de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement, à la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, à l'exclusion des :

- 9.500 Actions attribuées gratuitement par la Société dont la période de conservation n'a pas expiré (les « **Actions Gratuites Existantes** ») et des 30.000 actions gratuites attribuées à un salarié non encore définitivement acquises (les « **Actions Gratuites à Emettre** »).

- 9.749 Actions auto-détenues par la Société, lesquelles, conformément à la décision du Conseil d'administration de la Société en date du 29 août 2019, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société,

soit, à la connaissance de la Société, à la date de dépôt du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 1.943.758 Actions représentant 2.325.038 droits de vote soit 37,23% du capital et 41,50 % des droits de vote de la Société¹.

A la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que :

- 9.500 Actions Gratuites Existantes telles que décrites au paragraphe 2.3.3 du présent Projet de Note en Réponse,
- 30.000 Actions Gratuites à Emettre telles que décrites au paragraphe 8.1 du présent Projet de Note en Réponse.

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information que l'Offre pourra être suivie d'un retrait obligatoire si les actions non présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions EVOLIS autres que celles détenues par CEDYS & CO qui n'auront pas été apportées à l'Offre seront transférées à CEDYS & CO moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre, soit 30 euros par action, nette de tous frais.

L'Initiateur a indiqué se réserver, dans l'hypothèse où il ne pourrait pas, à l'issue de l'Offre, mettre en œuvre un retrait obligatoire, la possibilité d'accroître sa participation dans la Société et le cas échéant de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée ou d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation produit par l'Initiateur et du rapport de l'expert indépendant nommé conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur se réserve également la possibilité de demander à Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation de la cote des Actions si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Paris sont réunies.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le Crédit Industriel et Commercial (le « **CIC** »), agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 3 septembre 2019. Il est précisé que le CIC garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur et Garant** »).

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur qui a été mis en ligne sur les sites internet de la Société (www.evolis.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et qui peut être obtenu sans frais auprès de l'Initiateur (14 avenue de la Fontaine, ZI Angers Beaucouzé, 49070 BEAUCOUZE) et de l'Etablissement Présentateur et Garant (6 avenue de Provence - 75009 Paris).

¹ Sur la base d'un capital composé à la date du dépôt du Projet de Note d'Information de 5.220.620 Actions représentant 5.601.900 droits de vote théoriques.

L'Offre est établie sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée conformément à l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de quinze jours de négociation. Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.6 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

2.1.1 Présentation de l'Initiateur, d'EVOLIS et motifs de l'Offre

EVOLIS conçoit, fabrique et commercialise une gamme complète de solutions de personnalisation pour cartes plastiques. Les imprimantes EVOLIS intègrent toutes les options nécessaires à la personnalisation graphique, magnétique et électrique (carte à puce, avec et sans contact – technologie RFID) de tous types de cartes (cartes nationales d'identité, cartes bancaires, badges employé, cartes d'étudiant, etc.). Créée en 2000 à Angers par les 5 fondateurs, EVOLIS a connu un fort développement de son activité. L'introduction en bourse sur le marché Alternext en 2006 (Euronext Growth) a contribué à renforcer l'image et la crédibilité de la société notamment dans un contexte d'internationalisation rapide.

Dans un marché mouvant et plus incertain depuis trois ans, conjugué à une gestion de l'ensemble des zones géographiques – et notamment de l'Asie – qui se complexifie, le pilotage de l'activité d'EVOLIS devient plus difficile et moins prévisible. Pour répondre à ces nouvelles contraintes et à ces nouveaux enjeux, le management de la Société a engagé un programme d'investissements important et souhaite pouvoir se consacrer pleinement aux problématiques de développement du groupe.

Dans un contexte où il n'est plus envisagé de recourir au levier boursier à l'avenir, la forte volatilité du cours de bourse pénalise désormais la notoriété de la Société et perturbe les relations avec ses clients, ses salariés et partenaires à défaut d'être un gage de pérennité et de stabilité.

Ces analyses ont finalement conduit les actionnaires de référence à offrir une liquidité immédiate aux actionnaires minoritaires.

Monsieur Emmanuel Picot, Monsieur Serge Olivier, Madame Cécile Belanger, Monsieur Didier Godard, Monsieur Yves Liatard, Madame Cyrille Volentier et Madame Nelly Laurent ont constitué, pour les besoins de la présente Opération, la société CEDYS & CO, le 19 juin 2019, par voie d'apport en nature de 3.257.613 Actions représentant, à cette date, 62,40% du capital social et 58,15% des droits de vote théoriques de la Société, au Prix de l'Offre.

A l'issue de cet Apport, la Société est devenue une filiale de Cedys & Co dont les actionnaires actuels personnes physiques, qui ont apporté leurs titres, sont devenus les associés.

L'Apport ayant eu pour conséquence le franchissement à la hausse par l'Initiateur, le 19 juin 2019, du seuil de 50% du capital et des droits de vote d'EVOLIS, le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur par l'article L.433-3 II du Code monétaire et financier, de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'EVOLIS.

Lors de sa réunion du 13 mai 2019, le conseil d'administration de la Société a accueilli favorablement le principe de l'Opération et a nommé le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Monsieur Didier Kling, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire sur le

fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et plus spécifiquement du I 1° et du II et de vérifier notamment au cours de son expertise s'il existe un ou plusieurs des accords connexes visés à l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Il est précisé que ces décisions ont été adoptées à l'unanimité des administrateurs de la Société.

La réalisation de l'Apport, la nomination par le conseil d'administration d'Evolis du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil en qualité d'expert indépendant et le dépôt de l'Offre ainsi que le Prix de l'Offre ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 20 juin 2019.

Les conditions financières de l'Offre ont fait l'objet d'un examen par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, désigné en qualité d'expert indépendant, dont le rapport est présenté en section 9 du présent Projet de Note en Réponse.

2.1.2 Engagements d'apports

L'Initiateur a conclu avec Mesdames Cyrille Volentier, Aude Lardy et Nelly Laurent des engagements d'apport à l'Offre portant sur 0,56% du capital de la Société par lesquels ces dernières se sont engagées à apporter leurs Actions à l'Offre.

actionnaires signataires	Nombre d'actions	% du capital
Cyrille Volentier et Aude Lardy*	20 303	0,39%
Nelly Laurent	9 009	0,17%

*Comme indiqué au paragraphe 1 ci-dessus, Cyrille Volentier détient 9.103 actions en pleine propriété et 11.200 actions en usufruit, sa fille Madame Aude Lardy détenant 11.200 actions en nue-propriété.

Mesdames Cyrille Volentier, Aude Lardy et Nelly Laurent se sont engagées irrévocablement à apporter leurs actions EVOLIS à l'Offre dès que celle-ci aura fait l'objet de la publication d'un avis d'ouverture par l'AMF.

Les engagements d'apports des membres du conseil d'administration de la Société sont détaillés à la section 5 du présent Projet de Note en Réponse.

2.1.3. Autorisation réglementaire

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une autorisation réglementaire.

2.2 Actions détenues par l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée pour les besoins de l'Opération.

A la date du Projet de Note en Réponse, la répartition du capital et des droits de vote de l'Initiateur est la suivante, étant précisé que chaque action de catégorie A bénéficie d'un droit de vote simple et chaque action de catégorie B bénéficie d'un droit de vote triple, pour toutes les décisions collectives des associés :

Associés	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%	Catégorie d'actions
Emmanuel Picot	2.411.997	24,68%	7.235.991	24,88%	B
Serge Olivier	2.391.720	24,47%	7.175.160	24,67%	B
Cécile Belanger	2.152.776	22,03%	6.458.328	22,21%	B
Didier Godard	2.157.720	22,08%	6.473.160	22,26%	B
Yves Liatard	541.626	5,54%	1.624.878	5,59%	B
Cyrille Volentier	111.000	1,14%	111.000	0,38%	A
Nelly Laurent	6.000	0,06%	6.000	0,02%	A
Total	9.772.839	100,00%	29.084.517	100,00%	

Ainsi, à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient :

(i) seul 3.257 613 actions représentant autant de droits de vote soit 62,40% du capital et 58,15% des droits de vote d'EVOLIS sur la base d'un nombre total de 5.220.620 actions et 5.601.900 droits de vote théoriques de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

(ii) de concert avec les Associés de CEDYS & CO 3.316 930 actions représentant 3.367 238 droits de vote soit 63,54% du capital et 60,11% des droits de vote d'EVOLIS sur la base d'un nombre total de 5 220 620 actions et 5.601.900 droits de vote théoriques de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

2.3 Principales dispositions de l'Offre

2.3.1 Dispositions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le CIC, en tant qu'Etablissement Présentateur et Garant, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 3 septembre 2019. L'AMF publiera un avis de dépôt relatif à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le CIC, agissant en qualité d'Etablissement Présentateur et Garant de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée en application des articles 233-1, 2° du Règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes leurs Actions au Prix de l'Offre.

Il est précisé que conformément aux dispositions de l'article 233-3 du règlement général de l'AMF, le Prix de l'Offre n'est pas inférieur à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'Action pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre. Le Prix de l'Offre représente en effet une prime de 30,1% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'Action pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre, le 20 juin 2019, retraitée du dividende versé le 31 mai 2019.

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information de l'Initiateur est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Etablissement Présentateur et Garant, et a été mis en ligne sur les sites internet de la Société et de l'AMF.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et publiera sur son site Internet la décision de conformité motivée. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information par l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze jours de négociation.

2.3.2 Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

Le Projet de Note d'Information de l'Initiateur indique qu'en application des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en oeuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions si les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote d'EVOLIS (à l'exception des Actions Gratuites Existantes faisant l'objet d'un Accord de Liquidité décrit à la section 2.3.3 du présent Projet de Note en Réponse et des actions auto détenues par la Société). Une telle procédure, s'il y a lieu, sera mise en oeuvre à un prix de 30 euros par Actions. Le rapport de l'expert indépendant mandaté conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF en vue d'apprécier le caractère équitable du Prix de l'Offre et du Retrait Obligatoire, figure à la section 9 du présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note d'Information de l'Initiateur indique que l'Initiateur se réserve également la possibilité, dans l'hypothèse où il ne mettrait pas en oeuvre une procédure de retrait obligatoire, de demander à Euronext la radiation des actions de la Société du marché d'Euronext Growth, si les conditions des règles de marché d'Euronext Growth sont réunies.

2.3.3 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites Existantes

A la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société a procédé le 1er juin 2017 à une attribution gratuite de 9.500 Actions Gratuites Existantes au profit de trois salariés (les « **Bénéficiaires** »), dont :

- 1.500 ont été définitivement attribuées et sont en période de conservation jusqu'au 2 juin 2020 (les « **Actions Gratuites Existantes 1** ») ;
- 8.000 ont été définitivement attribuées et sont en période de conservation jusqu'au 19 novembre 2019 (les « **Actions Gratuites Existantes 2** »).

Les Actions Gratuites Existantes 1 et les Actions Gratuites Existantes 2 ne pourront être apportées à l'Offre sans remise en cause du régime de faveur fiscal et social qui leur est attaché, dans la mesure où la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre.

L'Initiateur a conclu avec les Bénéficiaires, sous condition de mise en œuvre du retrait obligatoire mentionné au paragraphe 2.3.2 du Projet de Note en Réponse, des promesses d'achat et de vente des Actions Gratuites Existantes 1 et des Actions Gratuites Existantes 2, afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites Existantes dans l'hypothèse où les Actions de la Société ne seraient plus négociées sur Euronext Growth (les « **Engagements de Liquidité** »).

En vertu des Engagements de Liquidité :

- les Bénéficiaires des Actions Gratuites Existantes se sont engagés aux termes de promesses de vente, à céder les Actions Gratuites Existantes en cours de période de conservation qu'ils détiennent à l'Initiateur au cours d'une période de vingt jours ouvrés commençant à la plus tardive des dates suivantes : (i) le jour ouvré suivant le dernier jour de la période de conservation ou (ii) le jour ouvré suivant le jour du Retrait Obligatoire (la « **Période d'Exercice de la Promesse de Vente** ») ; et
- l'Initiateur s'est engagé à acquérir les Actions Gratuites Existantes en cours de période de conservation des Bénéficiaires à tout moment au cours d'une période de vingt jours ouvrés commençant le jour ouvré suivant la fin de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente.

Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente des Actions Gratuites Existantes 1 sera calculé sur la base du même multiple de valorisation que celui extériorisé par le Prix d'Offre sur la base de la moyenne des résultats nets part du groupe des trois derniers exercices publiés (clos les 31 décembre 2016, 31 décembre 2017 et 31 décembre 2018). Cette formule (multiple de valorisation appliqué aux résultats nets part du groupe des trois derniers exercices publiés) sera ainsi appliquée afin de déterminer le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente des Actions Gratuites Existantes 1.

Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente des Actions Gratuites Existantes 2 sera égal au Prix de l'Offre.

2.3.4 Procédure d'apport à l'Offre et remboursement des frais de négociation

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

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

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (par exemple, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement) qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre au plus tard à la date de clôture de l'Offre (inclusive) en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire. Les actionnaires devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures

propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre au plus tard à la date de clôture de l'Offre (inclusive).

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci pour les détenir au porteur dans les meilleurs délais (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré ou (ii) auprès du CIC si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

Les ordres d'apport des Actions à l'Offre seront irrévocables.

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

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EVOLIS

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis, le 29 août 2019, sur convocation de leur président faite conformément aux statuts de la Société afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents physiquement. La séance était présidée par Monsieur Emmanuel Picot, en sa qualité de président du Conseil d'administration.

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

- i. du Projet de Note d'Information de l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par le CIC ;
- ii. du rapport, en date du 29 août 2019, du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Monsieur Didier Kling, qui a été nommé par le Conseil d'administration lors de sa séance du 13 mai 2019 en qualité d'expert indépendant et qui a été chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire proposées aux actionnaires de la Société ; et
- iii. du Projet de Note en Réponse de la Société établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration a effectué les constatations et rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité :

« Le Président indique au Conseil d'administration qu'il doit rendre un avis motivé sur le projet d'Offre initié par CEDYS & CO et, notamment, sur l'intérêt que cette Offre présente ainsi que ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du Règlement Général de l'AMF.

Constatation

Après avoir examiné les différents documents relatifs à l'Offre et, en particulier, le projet de note d'information de CEDYS & CO incluant l'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre, le Crédit Industriel et Commercial (ci-après le « CIC »), et le rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'administration constate notamment :

(i) que CEDYS & CO a indiqué :

- qu'elle a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques prises par la Société et de poursuivre le développement de ses activités, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes et de ses salariés ;
- que dans la mesure où sa stratégie repose sur la continuité et le développement des activités actuelles d'EVOLIS, la réalisation de l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur la stratégie et la politique industrielle et financière de la Société ;
- qu'elle n'envisage de procéder à aucune modification de la composition des organes sociaux et de direction de la Société ;
- que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement d'EVOLIS. De ce fait, l'opération ne devrait pas avoir d'incidence significative sur la politique poursuivie par EVOLIS en matière d'emploi ;
- qu'elle se réserve le droit d'étudier, en fonction des résultats de l'Offre, toutes les voies d'optimisation de la structure de détention ou de l'organisation d'EVOLIS, notamment par le biais d'une fusion avec CEDYS & CO ; et
- qu'elle n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes. Toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par les organes sociaux de la Société conformément à la loi et aux statuts de la Société, en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société ;

(ii) que les éléments d'appréciation du prix préparés par le CIC indiquent que :

« En synthèse, le prix de l'Offre de 30 euros par action EVOLIS affiche une prime de 25,8% par rapport au cours moyen pondéré des volumes des douze derniers mois avant annonce. Il présente une prime de +14,7% par rapport à la valeur moyenne de la Société obtenue par la méthode de valorisation retenue à titre principal et de 6,6% par rapport à la valeur implicite obtenue par application de la méthode des comparables boursiers retenue à titre de recoupement. »

(iii) que l'expert indépendant a établi un rapport sur les conditions financières de l'Offre suivie, si les conditions sont réunies, d'un retrait obligatoire, et a conclu au caractère équitable du prix proposé dans les termes suivants :

« Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par CEDYS & Co sur les actions d'EVOLIS au prix unitaire de 30,0€, pouvant être suivie d'un retrait obligatoire.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- Le Prix d'offre fait apparaître une prime de 23% par rapport au cours le jour précédant l'annonce de l'Offre et comprise entre 26% et 34% par rapport aux moyennes de cours calculées sur 20, 60, 120 et 250 jours.
- Le Prix d'offre est inférieur aux cours les plus hauts observés sur un horizon de 250 jours. Toutefois, ces plus hauts reflétaient une trop forte extrapolation des performances passées d'EVOLIS dans le futur à laquelle le marché a mis fin, à la suite de la publication du chiffre d'affaires et du résultat du 1^{er} semestre 2018 d'EVOLIS.

- Le Prix d'offre fait ressortir une prime de 19% par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode des DCF. Le Prix d'offre fait encore apparaître une légère prime de 2% si on modifiait les prévisions retenues pour considérer qu'EVOLIS serait en mesure de retrouver son niveau de marge d'exploitation historique.
- Le Prix d'offre fait également apparaître une prime par rapport aux méthodes considérées à titre secondaire : entre 2% et 6% par rapport aux valeurs résultant de la méthode des comparables boursiers et entre 46% et 62% par rapport aux valeurs résultant de la méthode des transactions comparables.
- Selon notre analyse, les accords connexes relevés dans la documentation juridique ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 30,0€ est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires.

Cet avis s'applique dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée ainsi qu'en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire. » ;

- (iv) que le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 23,0% par rapport au cours de clôture (retraité du dividende versé le 31 mai 2019) d'EVOLIS précédant l'annonce du projet (le 20 juin 2019) et une prime de 27,7% par rapport au cours moyen pondéré du mois précédant l'annonce du projet (le 20 juin 2019) ;
- (v) que conformément aux dispositions de l'article 233-3 du règlement général de l'AMF, le prix de l'Offre n'est pas inférieur à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action EVOLIS pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre. Le prix de l'Offre représente en effet une prime de 30,1% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action EVOLIS pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre, le 20 juin 2019.

Avis motivé

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

- i. de la Société, puisque cette Offre permettra au management de la Société, qui a engagé un programme d'investissements important, de se consacrer pleinement aux problématiques de développement du groupe. En effet, dans un marché mouvant et plus incertain depuis trois ans, conjugué à une gestion de l'ensemble des zones géographiques – et notamment de l'Asie – qui se complexifie, le pilotage de l'activité d'Evolis devient plus difficile et moins prévisible. Enfin dans un contexte où il n'est plus envisagé de recourir au levier boursier à l'avenir, la forte volatilité du cours de bourse pénalise par ailleurs la notoriété de la Société et perturbe les relations avec ses clients, ses salariés et partenaires à défaut d'être un gage de pérennité et de stabilité ;
- ii. de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur de 30 euros par action de la Société est considéré comme équitable par l'expert indépendant et valorise correctement les actions détenues par les actionnaires constituant ainsi une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la société ; et
- iii. de ses salariés, puisque l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la

politique poursuivie par la société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines.

Le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité, recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

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

- Monsieur Emmanuel Picot, président directeur général, indique qu'il détient 30 001 actions EVOLIS et qu'il en apportera 30 000 à l'Offre. Monsieur Emmanuel Picot en explique les raisons aux administrateurs.*
- Les autres membres du conseil indiquent qu'ils détiennent chacun 1 action qu'ils n'apporteront pas à l'Offre.*

En outre, le Conseil d'administration décide que les 9.749 actions auto-détenues par la Société à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre.

Enfin, le Conseil d'administration prend acte que la direction générale finalisera et déposera le 3 septembre 2019, auprès de l'AMF, le projet de note en réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport d'expertise et la position exprimée par le Conseil d'administration relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. »

4. AVIS MOTIVÉ DU COMITE D'ENTREPRISE DE LA SOCIETE ET INFORMATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes au niveau de la Société immédiatement avant l'annonce de l'Apport.

Ainsi, dans le cadre de la procédure d'information consultation prévue à l'article L.2323-33 du Code du Travail, le comité d'entreprise de la Société a rendu un avis sur le projet d'Apport le 17 juin 2019.

En outre, le comité social et économique (CSE) a été informé de l'Offre le 29 août 2019.

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

Lors du Conseil d'administration du 29 août 2019, les membres du Conseil d'administration détenant des actions de la Société ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre comme suit :

Nom	Nombre d'Actions Evolis détenues le 29 août 2019, date de l'avis motivé du conseil d'administration	Engagement d'apport
Emmanuel Picot, Président Directeur Général	30 001	30 000
Serge Olivier, directeur général délégué et administrateur	1	0
Cécile Belanger, directeur général délégué et administrateur	1	0
Didier Godard, directeur général délégué et administrateur	1	0
Yves Liatard, directeur général délégué et administrateur	1	0
Total	30 005	30 000

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

Au 29 août 2019, la Société détient 9.749 actions EVOLIS représentant 0,19% du capital de la Société.

Le Conseil d'administration dans sa séance du 29 août 2019, a décidé, à l'unanimité que ces actions ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

7. CLAUSES D'ACCORD SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Sous réserve des accords mentionnés aux sections 2.1.2, 2.3.3 et 5 du présent Projet de Note en Réponse et à la section 1.3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur, la Société n'a pas connaissance d'autres accords liés à l'Offre ou qui seraient de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

8.1 Structure et répartition du capital à la date du Projet de Note en Réponse

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 417.649,60 euros, divisé en 5.220.620 actions de 0,08 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Les actions inscrites au nominatif depuis plus de trois ans bénéficient d'un droit de vote double.

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote est la suivante :

*Le présent projet de note en réponse
reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

Actionnaires	titres	% titres	droits de vote théoriques*	% droit de vote	droits de vote réels	% droits de vote
CEDYS & CO	3 257 613	62,40%	3 257 613	58,15%	3 257 613	58,25%
Emmanuel Picot	30 001	0,57%	60 002	1,07%	60 002	1,07%
Serge Olivier	1	0,00%	2	0,00%	2	0,00%
Cécile Belanger	1	0,00%	2	0,00%	2	0,00%
Didier Godard	1	0,00%	2	0,00%	2	0,00%
Yves Liatard	1	0,00%	2	0,00%	2	0,00%
Cyrille Volentier	9.103 en pleine propriété	0,17	18.206	0,32	18.206	0,32
	11.200 en usufruit	0,21 en usufruit	22.400 aux assemblées générales ordinaires	0,40 aux assemblées générales ordinaires	22.400 aux assemblées générales ordinaires	0,40 aux assemblées générales ordinaires
Aude Lardy**	11.200 en nue-propriété	0,21 en nue-propriété	22.400 aux assemblées générales extraordinaires	0,40 aux assemblées générales ordinaires	22.400 aux assemblées générales extraordinaires	0,40 aux assemblées générales extraordinaires
Nelly Laurent	9 009	0,17%	9 009	0,16%	9 009	0,16%
Total concert	3 316 930	63,54%	3 367 238	60,11%	3 367 238	60,21%
Actions auto-détenues	9 749	0,19%	9 749	0,17%	-	0,00%
Public	1 893 941	36,28%	2 224 913	39,72%	2 224 913	39,79%
Total	5 220 620	100,00%	5 601 900	100,00%	5 592 151	100,00%

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

*** Fille de Cyrille Volentier*

Il n'existe aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que :

- 9.500 Actions Gratuites Existantes décrites à la section 2.3.3 du présent Projet de Note en Réponse.
- 30.000 Actions Gratuites à Emettre dont l'attribution initiale, sous condition de présence et de performance, au profit d'un salarié, a été décidée par le conseil d'administration de la Société le 19 octobre 2017, avec un effet différé au 1er janvier 2019 à concurrence de 15.000 actions (tranche 1) et au 1er janvier 2020 à concurrence de 15.000 actions (tranche 2). La période d'acquisition de la tranche 1 arrive à échéance le 1er février 2020 et la période de conservation arrive à échéance le 2 février 2022. La période d'acquisition de la tranche 2 arrive à échéance le 1er février 2021 et la période de conservation arrive à échéance le 2 février 2023.

8.2 Dispositions des statuts limitant l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables l'article 13 des statuts de la Société prévoit que : « Toute personne agissant seule ou de concert, qui vient à détenir une fraction égale :

- à 1% du capital ou des droits de vote ou un multiple de ce pourcentage inférieur ou égal à 4%,
- à 5 % du capital ou des droits de vote ou un multiple de ce pourcentage inférieur ou égal à 50%,
- au-delà de 50%, une fraction correspondant aux seuils supérieurs prévus par l'article L.233-7 du code de commerce, ainsi qu'au seuil de 95% prévu par les règles du marché Alternext,

est tenue dans les 5 jours de bourse de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ces seuils, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec avis de réception, le nombre total des actions et des droits de vote qu'elle possède. Cette déclaration sera effectuée dans les conditions ci-dessus chaque fois que les seuils susvisés seront franchis, à la hausse comme à la baisse.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote dans les conditions prévues par la loi, lorsqu'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction égale à 1% au moins du capital ou des droits de vote en font la demande lors de l'assemblée générale

Cette obligation d'information s'ajoute à l'obligation d'information des franchissement de seuil prévue le cas échéant par la loi ou par les règles régissant le marché Alternext. »

Droits de vote

Les statuts de la Société (article 11-3) prévoient l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins trois ans au nom d'un même actionnaire.

L'article 11-3 des statuts de la Société précise que ce droit est conféré également, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Transfert d'action

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société, ces dernières étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

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

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

Par ailleurs, la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, n'a connaissance d'aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions EVOLIS autre que le pacte conclu entre les associés de CEDYS & CO, décrit ci-après.

Le 19 juin 2019, Monsieur Emmanuel Picot, Monsieur Serge Olivier, Madame Cécile Belanger, Monsieur Didier Godard et Monsieur Yves Liatard (les « **Associés Fondateurs** »), d'une part, et Madame Cyrille Volentier et Madame Nelly Laurent (les « **Associés Salariés** ») d'autre part, ont conclu un pacte d'associés prévoyant notamment :

- un droit de sortie conjointe au bénéfice de chaque associé, au cas où le principe d'un transfert de titres serait arrêté par un ou plusieurs associés et dont la conséquence serait de transférer à un tiers le contrôle de CEDYS & CO, permettant à l'associé bénéficiaire du droit de sortie conjointe de céder l'intégralité de ses titres aux mêmes conditions que les associés sortants ;
- une obligation de sortie forcée, au cas où le principe d'un transfert de titres serait arrêté par un ou plusieurs associés détenant plus des deux tiers des titres de CEDYS & CO et dont la conséquence serait de transférer à un tiers plus de 95% du capital et des droits de vote de CEDYS & CO, permettant à l'associé (ou aux associés) sortants de contraindre les autres associés à céder l'intégralité de leurs titres aux mêmes conditions que les associés sortants ;
- en cas de cession par CEDYS & CO d'au moins 95% des actions d'EVOLIS, une promesse unilatérale d'achat consentie par les Associés Fondateurs aux Associés Salariés portant sur l'intégralité des titres de CEDYS & CO détenus par les Associés Salariés et, à défaut d'exercice par les Associés Salariés de ladite promesse unilatérale d'achat, une promesse unilatérale de vente consentie par les Associés Salariés aux Associés Fondateurs portant sur l'intégralité des titres de CEDYS & CO détenus par les Associés Salariés ; en cas d'exercice de la promesse unilatérale d'achat ou de la promesse unilatérale de vente, les actions des Associés Salariés seront cédées pour un prix calculé en fonction de l'actif net de CEDYS & CO.

Le pacte conclu entre les associés de CEDYS & CO ne prévoit pas de dispositions en matière de gouvernance.

Il est précisé qu'aucun mécanisme de liquidité à un prix garanti n'est prévu en faveur des Associés Salariés.

8.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital d'EVOLIS ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

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

A la suite de l'Apport, les déclarations de franchissement de seuil suivantes ont été notifiées à l'AMF par des courriers en date du 21 juin 2019 (avis AMF 219C1006 du 24 juin 2019) :

Cedys & Co, Emmanuel Picot, Serge Olivier, Cécile Belanger, Didier Godard, Yves Liatard, Cyrille Volentier et Nelly Laurent sont présumés agir de concert vis-à-vis de la Société, en vertu de l'article L.233-10 II, 4° du code de commerce et de l'adhésion des associés de Cedys & Co au pacte d'associés de cette société conclu le 19 juin 2019.

En application des dispositions de l'article L.233-7 du code de commerce, le concert composé de l'Initiateur, Emmanuel Picot, Cécile Belanger, Didier Godard, Yves Liatard, Cyrille Volentier et Nelly Laurent a déclaré avoir franchi en hausse, le 19 juin 2019, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 3.316.930 Actions représentant 3.367.238 droits de vote, soit 63,54% du capital et 60,11% des droits de vote, répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques
Cedys & Co	3.257.613	62,40	3.257.613	58,15
Emmanuel Picot	30.001	0,57	60.002	1,07
Serge Olivier	1	ns	2	ns
Cécile Belanger	1	ns	2	ns
Didier Godard	1	ns	2	ns
Yves Liatard	1	ns	2	ns
Cyrille Volentier	20.303	0,39	40.606	0,72
Nelly Laurent	9.009	0,17	9.009	0,16
Total concert	3.316.930	63,54	3.367.238	60,11

Cedys & Co a déclaré avoir franchi individuellement en hausse les mêmes seuils.

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société,

- CEDYS & CO a déclaré à la Société, en date du 24 juin 2019, le franchissement à la hausse des seuils statutaires ; et
- Messieurs Emmanuel Picot, Serge Olivier, Didier Godard, Yves Liatard et Mesdames Cécile Belanger et Cyrille Volentier ont déclaré à la Société, en date du 24 juin 2019, le franchissement à la baisse des seuils statutaires.

8.5 Liste des détenteurs de tous titres conférant des droits de contrôle spéciaux et description desdits droits de contrôle

A la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à la section 8.2 ci-dessus.

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

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le FCPE actions EVOLIS détient 0,43% du capital et 0,40% des droits de vote de la Société.

Le FCPE actions EVOLIS est géré par un conseil de surveillance. Le conseil de surveillance en date du 18 juillet 2019 a décidé d'apporter les Actions qu'il détient à l'Offre.

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

A la date du présent Projet de Note en Réponse, à l'exception des Engagements d'Apports décrits aux paragraphes 2.1.2 et 5, des Accords de Liquidité décrits au paragraphe 2.3.3 et du Pacte d'associés de CEDYS & CO décrits au paragraphe 8.3, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

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

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 14 des statuts de la Société.

La société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de douze membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Au cours de la vie sociale, les nominations d'administrateurs ou les renouvellements de fonctions sont décidés par l'assemblée générale ordinaire, sous réserve des dispositions légales relatives à la cooptation.

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

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de soixante-quinze ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de soixante-quinze ans ne peut excéder le tiers des membres du Conseil d'administration. Si cette limite est atteinte, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire.

Au cours de la vie sociale, la durée des fonctions des administrateurs est de six années. Elle expire à l'issue de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et qui est tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Chaque membre du conseil d'administration doit satisfaire aux règles légales relatives, tant au cumul du nombre de sièges d'administrateur et de membre du conseil de surveillance de sociétés anonymes que peut accepter une même personne, qu'au cumul d'un mandat d'administrateur et d'un contrat de travail.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'Administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L. 225-24 du Code de commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

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

Règles applicables à la modification des statuts

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

L'article 18 I des statuts de la Société précise que le changement de modalité d'exercice de la direction générale n'entraîne pas une modification des statuts.

8.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, notamment concernant l'émission et le rachat d'actions

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

Au-delà des pouvoirs généraux que lui confèrent la loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations suivantes, accordées par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société en date des 4 mai 2017, 17 mai 2018 et 27 mai 2019 :

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée et expiration	Plafond	Utilisation des délégations
27/05/2019	Autorisation de rachat par la Société de ses propres actions conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce	18 mois (27/11/2020)	prix unitaire net d'achat maximum ne peut excéder, hors frais, 35 euros soit un montant maximum de 18.272.170 euros (10% maximum du capital social)	
27/05/2019	Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions détenues dans le cadre du programme de rachat par la Société de ses propres actions	18 mois (27/11/2020)	10 % du capital par période de 24 mois	
17/05/2018	Augmentation de capital réservée aux salariés adhérents d'un plan d'épargne entreprise dans le cadre des dispositions de l'article L. 225-138-1 du Code de commerce	18 mois (17/11/2019)	1% du capital social de la Société	
04/05/2017	Délégation de compétence au Conseil d'Administration afin de réaliser une attribution d'actions gratuites	38 mois (04/07/2020)	105 000 actions à émettre	Plafond entièrement utilisé
04/05/2017	Délégation de compétence au Conseil d'Administration afin de réaliser une augmentation de capital par incorporation de réserves ou primes afin d'émettre les actions attribuées gratuitement	38 mois (04/07/2020)	10 % du capital de la société à la date d'attribution des actions	

8.10 Accords qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle d'EVOLIS, sauf si cette divulgation, à l'exception des obligations légales relatives à la divulgation, doit porter atteinte de manière substantielle 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.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le rapport qui a été établi en date du 29 août 2019 par l'expert indépendant, le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Monsieur Didier Kling du est reproduit en annexe.

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

*Beaucouzé, le 3 septembre 2019
Monsieur Emmanuel Picot
Président-directeur général*

ANNEXE



RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR CEDYS & Co

août 2019

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil
28 Avenue Hoche
75008 Paris

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Sommaire

1	Présentation de l'Offre	4
1.1	Société concernée par l'Offre	4
1.2	Présentation des modalités de l'Offre	5
1.3	Présentation des motifs de l'Offre	6
1.4	Intentions de l'Initiateur.....	6
1.5	Présentation des intentions exprimées par les actionnaires de la Société	6
1.6	Financement de l'Offre	7
2	Présentation d'EVOLIS et de son marché	8
2.1	EVOLIS : un leader du marché des systèmes d'impression décentralisée de cartes plastiques	8
2.2	EVOLIS évolue sur un marché de niche, concentré entre quelques acteurs, aux barrières à l'entrée modérées.....	10
	Après des années de croissance dynamique de ses activités, EVOLIS est confronté depuis trois ans à un ralentissement et une baisse de ses marges	11
	Un modèle économique fortement générateur de liquidités.....	13
	Un premier semestre 2019 illustrant les challenges auxquels EVOLIS est confrontée	15
	Synthèse : analyse SWOT d'EVOLIS.....	17
3	Données structurant l'évaluation d'EVOLIS	18
	Date d'évaluation	18
	Structure du capital et nombre d'actions retenu	18
	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres.	19
4	Eléments d'appréciation du prix d'Offre.....	20
4.1	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées	20
4.2	Référence au cours de bourse – à titre principal	21
4.3	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) à titre principal	26
4.4	Méthode des comparables boursiers - à titre de secondaire	32
4.5	Méthode des transactions comparables – à titre secondaire.. ..	34
4.6	Analyse des synergies attendues	35
4.7	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre	35
5.	Accords connexes à l'offre	36
5.1	Opération d'apport à CEDYS & Co.....	36
5.2	Pacte entre les associés de CEDYS & Co.....	36
5.3	Contrat de prêt obtenu par CEDYS & Co	37
5.4	Engagement de liquidité de l'Initiateur relatif aux actions gratuites	37
6	Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement présentateur	39
6.1	Choix des critères d'évaluation.....	39
6.2	Mise en œuvre des méthodes et référence	39
7.	Conclusion	42
	Annexe unique : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise	43

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE**

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a été désigné par le Conseil d'administration de la société EVOLIS (ci-après « **EVOLIS** » ou la « **Société** ») en date du 13 mai 2019 en qualité d'expert indépendant. L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par la société CEDYS & Co (ci-après « **l'Initiateur** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée pouvant être suivie d'un retrait obligatoire (ci-après conjointement « **l'Offre** ») visant les actions de la société EVOLIS.

Notre désignation est intervenue conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **AMF** »). Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cadre suivant :

- l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la Société car (i) « *la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (article 261-1 I 1°) et (ii) « *il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (article 261-1 I 4°) ;
- l'Initiateur a fait part de son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions nécessaires sont réunies (article 261-1 II).

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et informations qui nous ont été transmis par la Société et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

1. Présentation de l'Offre

Par communiqué conjoint en date du 20 juin 2019, EVOLIS et l'Initiateur ont annoncé que M. Emmanuel PICOT, Mme Cécile BELANGER, M. Serge OLIVIER, M. Didier GODARD et M. Yves LIATARD ainsi que deux actionnaires historiques de la Société avaient apporté, le 19 juin 2019, leur participation majoritaire dans le capital d'EVOLIS à l'Initiateur (ci-après « **l'Apport** »).

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Apport, franchi les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société, le dépôt d'une offre publique d'achat sur le capital de la Société revêt un caractère obligatoire, en application des dispositions de l'article L. 433-3 II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF.

1.1 Société concernée par l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre – CEDYS & Co

CEDYS & Co est une société par actions simplifiée, inscrite au registre du commerce et des sociétés d'Angers sous le numéro 851 728 618 dont le siège social est situé 14 avenue de la Fontaine, ZI Angers Beaucouzé, 49070 Beaucouzé.

CEDYS & Co est une société holding dont l'objet est de détenir la participation des actionnaires fondateurs d'EVOLIS à la suite de l'Apport.

Son capital social s'élève à 97.728.390 euros et est composé de 9.772.839 actions, dont 117.000 actions de catégorie A et 9.655.839 actions de catégorie B.

Il se décompose de la manière suivante selon le projet de note d'information :

Figure 1. Répartition du capital et des droits de vote de l'Initiateur

Associé	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%	Catégorie d'actions
Emmanuel PICOT	2 411 997	24,7%	7 235 991	24,9%	B
Serge OLIVIER	2 391 720	24,5%	7 175 160	24,7%	B
Cécile BELANGER	2 152 776	22,0%	6 458 328	22,2%	B
Didier GODARD	2 157 720	22,1%	6 473 160	22,3%	B
Yves LIATARD	541 626	5,5%	1 624 878	5,6%	B
Cyrille VOLANTIER	111 000	1,1%	111 000	0,4%	A
Nelly LAURENT	6 000	0,1%	6 000	0,0%	A
Total	9 772 839	100,0%	29 084 517	100,0%	

Source : projet de note d'information

1.2.1 Présentation de la société visée par l'Offre – EVOLIS

EVOLIS est une société anonyme, inscrite au registre du commerce et des sociétés d'Angers sous le numéro 428 564 710, dont le siège social est situé 14 avenue de la Fontaine, ZI Angers Beaucouzé, 49070 Beaucouzé.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Son capital social s'élève à 417.649,60 euros et est composé de 5.220.620 actions.

Il se répartit de la manière suivante à l'issue de l'Apport selon le projet de note d'information :

Figure 2. Répartition du capital et des droits de vote d'EVOLIS à l'issue de l'Apport

Actionnaire	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
CEDYS & Co	3 257 613	62,4%	3 257 613	58,2%
Emmanuel PICOT	30 001	0,6%	60 002	1,1%
Serge OLIVIER	1	0,0%	2	0,0%
Cécile BELANGER	1	0,0%	2	0,0%
Didier GODARD	1	0,0%	2	0,0%
Yves LIATARD	1	0,0%	2	0,0%
Cyrille VOLENTIER	20 303	0,4%	40 606	0,7%
Nelly LAURENT	9 009	0,2%	9 009	0,2%
Actions Autodétenues	9 749	0,2%	9 749	0,2%
Public	1 893 941	36,3%	2 224 913	39,7%
Total	5 220 620	100,0%	5 601 900	100,0%

Source : projet de note d'information

Les actions EVOLIS sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth à Paris sous le code ISIN FR0004166197.

EVOLIS conçoit, fabrique et commercialise une gamme complète de solutions de personnalisation pour cartes plastiques.

1.2 Présentation des modalités de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du projet de note d'information de CEDYS & Co en date du 22 juillet 2019.

L'Initiateur s'engage à acquérir toutes les actions EVOLIS visées par l'Offre au prix de 30,0€ (ci-après le « **Prix d'offre** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions EVOLIS existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exclusion :

- des 9.749 actions auto-détenues par la Société, lesquelles ne devraient pas être apportées à l'Offre par la Société, selon le projet de note d'information ;
- des 9.500 actions gratuites attribuées par la Société dont la période de conservation n'a pas expiré à la date du présent rapport (ci-après les « **Actions Gratuites Existantes** ») et des 30.000 actions gratuites non encore définitivement acquises attribuées à un salarié (ci-après les « **Actions gratuites à émettre** »).

1.3 Présentation des motifs de l'Offre

Il est exposé au paragraphe 1.1.3 du projet de note d'information que : *« Dans un marché mouvant et plus incertain depuis trois ans, conjugué à une gestion de l'ensemble des zones géographiques – et notamment de l'Asie – qui, se complexifie, le pilotage de l'activité d'EVOLIS devient plus difficile et moins prévisible. Pour répondre à ces nouvelles contraintes et à ces nouveaux enjeux, le management de la Société a engagé un programme d'investissements important et souhaite pouvoir se consacrer pleinement aux problématiques de développement du groupe. Dans un contexte où il n'est plus envisagé de recourir au levier boursier à l'avenir, la forte volatilité du cours de bourse pénalise désormais la notoriété de la Société et perturbe les relations avec ses clients, ses salariés et partenaires à défaut d'être un gage de pérennité et de stabilité ».*

Ces analyses ont conduit les associés fondateurs à effectuer l'Apport et à signer un pacte d'associés conduisant à l'obligation de déposer une offre publique d'achat.

Le projet de note d'information conclut son exposé des motifs de l'Offre en indiquant que *« L'Initiateur propose donc aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 30 euros par action ».*

1.4 Intentions de l'Initiateur

Il est décrit au paragraphe 1.1.4 du projet de note d'information les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir dont les principales sont les suivantes :

- *« poursuivre les orientations stratégiques prises par la Société » ;*
- *« procéder à aucune modification de la composition des organes sociaux et de direction de la Société » ;*
- *se réserver « le droit d'étudier, en fonction des résultats de l'Offre, toutes les voies d'optimisation de la structure de détention ou de l'organisation d'EVOLIS, notamment par le biais d'une fusion avec CEDYS & Co » ;*
- *dans le cas où les conditions seraient réunies, mettre en œuvre « un retrait obligatoire après la clôture de l'Offre et au plus tard dans un délai de trois mois à l'issue de sa clôture » ;*
- *se réserver « la possibilité de demander à Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation de la cote des Actions si les conditions des règles de marché d'Euronext Paris en vigueur sont réunies ».*

1.5 Présentation des intentions exprimées par les actionnaires de la Société

Le paragraphe 1.3.1 du projet de note d'information fait état des intentions suivantes :

- M. Emmanuel PICOT a indiqué son intention d'apporter à l'Offre 30.000 actions qu'il continue à détenir à l'issue de l'Apport et conservera donc une action de la Société ;

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- Mme Cyrille VOLENTIER et Mme Nelly LAURENT apporteront respectivement les 20.303 et 9.009 actions qu'elles détiennent à l'issue de l'Apport et ne conserveront directement aucune action de la Société ;
- M. Serge OLIVIER, Mme Cécile BELANGER, M. Didier GODARD et M. Yves LIATARD conserveront chacun l'action de la Société qu'ils continuent à détenir à l'issue de l'Apport.

1.6 Financement de l'Offre

L'Initiateur financera l'Offre grâce à la mise en place d'un emprunt d'un montant global de 64 m€ structuré en deux tranches. La première tranche consiste en un prêt amortissable à l'issue d'une période de franchise, tandis que la seconde tranche est remboursable *in fine*.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

2. Présentation d'EVOLIS et de son marché

EVOLIS est un leader du marché des systèmes d'impression décentralisée de cartes plastiques (2.1) qui est un marché de niche, concentré entre quelques acteurs, aux barrières à l'entrée modérées (2.2).

EVOLIS a connu un développement dynamique de ses activités, pendant de nombreuses années, avant de ressentir, depuis trois ans, un ralentissement de la croissance de son chiffre d'affaires et une baisse de ses marges (2.3). Son modèle économique demeure, toutefois, fortement générateur de liquidités (2.4).

2.1 EVOLIS : un leader du marché des systèmes d'impression décentralisée de cartes plastiques

EVOLIS est un des leaders, et parmi ceux-ci l'unique *pure player*, sur le marché de la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes d'impression décentralisée et de solutions de personnalisation de cartes plastiques, au format carte de crédit, en vue de l'identification des personnes et des biens.

EVOLIS commercialise à la fois les imprimantes et les consommables nécessaires à l'impression des cartes.

Ce type d'activité pourrait se prêter, *a priori*, à la mise en place d'un modèle économique de type « razor-and-blades », où un équipement est vendu à un prix intéressant, afin de bâtir une base de clientèle à laquelle il est proposé un produit complémentaire, tel que des consommables, à un prix élevé.

EVOLIS a fait le choix, toutefois, de valoriser à la fois ses ventes d'équipements et de consommables. Pour l'exprimer autrement, EVOLIS a décidé, historiquement, de ne pas subventionner la vente d'équipements.

Cette stratégie permet à EVOLIS :

- 1/ de disposer d'une source récurrente d'activité, avec la vente des consommables, tout en limitant la dépendance aux marges réalisées sur ces produits et les risques liés à l'apparition de génériques¹ ;
- 2/ que son chiffre d'affaires se répartisse de manière relativement équilibrée entre la vente d'équipements et de consommables comme l'illustre la figure 3, ci-dessous, sur la période 2014 – 2018.

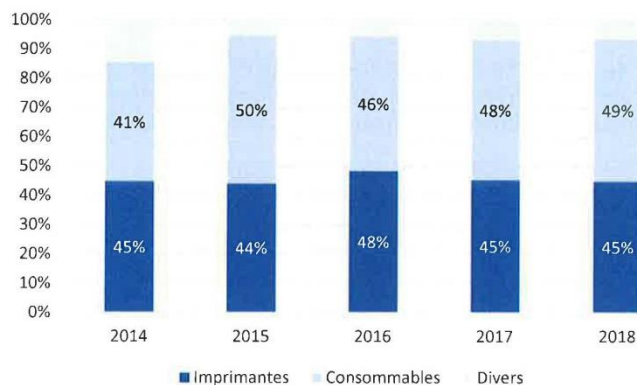
À cet égard, on peut relever qu'EVOLIS a commercialisé 60.400 imprimantes en 2018 (en hausse de +7,1% par rapport à 2017) et de disposer d'une base installée de 360.000 à la fin de son exercice 2018 (en hausse de + 9,1% par rapport à 2017)².

¹ C'est-à-dire des consommables utilisables sur les imprimantes EVOLIS produit par d'autres fabricants.

² Source : rapports annuels 2017 et 2018, page 5.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Figure 3. Répartition par produit du chiffre d'affaires d'EVOLIS entre 2014 et 2018



Source : rapports annuels EVOLIS 2014 à 2018

L'activité d'EVOLIS se caractérise par la diversité des secteurs auxquels elle s'adresse et des zones géographiques où ses systèmes sont commercialisés.

EVOLIS propose ainsi ses solutions :

- aux entreprises sous la forme de badges d'employé, de badges de contrôle d'accès, de badges visiteur, de badges événementiels ou de cartes de visites ;
- aux commerçants sous la forme d'étiquettes de prix, de cartes cadeau, de cartes de fidélité ou de badges d'employé ;
- dans le secteur du loisir et du sport sous la forme de cartes de membre, de pass annuels, de cartes prépayées ou de badges d'employé ;
- aux gouvernements notamment sous la forme de cartes de résident, de cartes d'électeur, de cartes de santé ou de permis de conduire ;
- aux banques sous la forme de cartes de paiement ou de badges d'employé ;
- dans le secteur du transport pour les titres de transport et les badges d'employé.
- dans l'éducation pour les cartes d'étudiant et les badges de personnel et d'enseignant.

L'un des facteurs différenciant d'EVOLIS réside donc dans sa **capacité à développer des produits spécifiques selon les marchés visés**. Ses imprimantes à cartes présentent ainsi différentes caractéristiques selon le secteur de destination et les besoins des utilisateurs : type d'impression (simple ou double face), durée de vie, sécurité, volume d'émission, encodage (piste magnétique, puce avec ou sans contact) et mode d'émission (carte par carte ou en série).

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

EVOLIS réalise son chiffre d'affaire à hauteur d'un peu plus de la moitié dans la région EMEA³ tandis que le solde se répartit entre la zone Amériques et la zone Asie Pacifique. La part du chiffre d'affaires réalisée en France s'est limité à environ 10% sur l'exercice 2018.

Cette diversité des secteurs et des zones géographiques à couvrir explique pourquoi **la maîtrise des réseaux de distribution** constitue, par conséquent, également l'un des principaux facteurs clés de succès d'EVOLIS qui distingue au sein de son chiffre d'affaires :

- sa **division Réseaux** (68% du chiffre d'affaires 2018) qui regroupe :
 - ✓ les réseaux traditionnels ;
 - ✓ les réseaux de distributeur de matériel de bureau ;
 - ✓ les réseaux spécialisés
- sa **division Projets** (27% du chiffre d'affaires 2018) dont l'objet consiste à mettre en place des solutions spécifiques pour des projets nationaux ou internationaux de grande taille, pour des gouvernements, des banques ou des grandes enseignes de commerce alimentaire souhaitant décentraliser leur système d'émission de cartes.

Pour adresser ces marchés, EVOLIS coopère avec des partenaires technologiques qui intègrent ses solutions dans une offre complète qui sera livrée au client.

2.2 EVOLIS évolue sur un marché de niche, concentré entre quelques acteurs, aux barrières à l'entrée modérées

Le marché de l'impression décentralisée de cartes plastiques est un marché de niche où les 5 principaux acteurs – Datacard, HID Global, ZEBRA Technologies et MagicCard⁴ en plus d'EVOLIS – contrôlent environ 80% du marché.

Sa taille limitée ne permet pas de disposer d'études sur ses perspectives globales, qui s'avèrent toujours favorables, selon la Société, compte tenu du potentiel de croissance des pays émergents et de nouvelles applications.

Par ailleurs, **la dynamique concurrentielle du secteur a permis, jusqu'ici, la préservation de niveaux de marge élevés** (cf. paragraphe suivant). Cette dynamique tend, toutefois, à **se détériorer** comme le montre l'analyse des cinq forces de Porter :

- **Risque de substitution** : les cartes plastiques se voient substituer de manière croissante par des supports digitaux notamment dans le domaine des cartes de fidélité et des cartes de crédit ;
- **Pouvoir de négociation avec les fournisseurs** : EVOLIS, comme ses concurrents, est dépendant de fournisseurs stratégiques pour l'achat de certains composants de ses imprimantes (tête d'imprimantes) ou de ses consommables.

³ EMEA : Europe Middle East and Africa. La répartition indiquée correspond à celle de la présentation des comptes de l'exercice 2018 qui inclut l'Inde dans la région Asie Pacifique. La répartition de l'activité indiquée dans le rapport financier inclut l'Inde dans la région EMEA.

⁴ Ex. Ultra Electronics ID.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- **Pouvoir de négociation avec les clients** : EVOLIS n'est en contact qu'avec une fraction très limitée de ses clients finaux, ses produits étant vendus par des distributeurs ou des intégrateurs.

Les ventes de sa division Réseaux sont réparties entre un nombre important de distributeurs pour toucher le nombre élevé de secteurs et de zones géographiques auxquelles elle s'adresse.

Les ventes de la division Projets, dont les perspectives sont les plus importantes pour EVOLIS, reposent, en revanche, sur un nombre plus limité de clients, gouvernements, intégrateurs de solutions ou multinationales qui disposent d'un pouvoir de négociation élevé.

- **Barrières à l'entrée** : les barrières à l'entrée sur le marché de l'impression décentralisée de cartes plastiques s'avèrent modérées dans la mesure où les technologies à maîtriser sont accessibles. En effet, aucune évolution technologique majeure n'est intervenue au cours de ces dernières années, tandis que certains composants clés sont contrôlés par des fournisseurs (cf. pouvoir de négociation des fournisseurs).

Toutefois, l'impact de l'entrée de nouveaux acteurs est susceptible d'être relativement progressive, compte tenu des délais requis pour développer une gamme répondant aux nombreux besoins des clients, pour maîtriser le savoir-faire nécessaire à la fabrication des imprimantes et pour constituer un réseau de distribution.

- **Rivalité entre les acteurs** : les leaders du secteur ont jusqu'à présent évité de mettre en place des stratégies de conquête de parts de marché par la baisse des prix. Ils privilégient des stratégies de différenciation basées sur la diversification et l'amélioration de leur offre et de la qualité du service rendu aux clients.

En somme, la situation du marché d'EVOLIS est nuancée. D'une part, il existe toujours des perspectives de développement intéressantes tandis que la situation concurrentielle a permis, jusqu'ici, de maintenir un niveau de marge élevé (cf. paragraphe suivant). D'autre part, la concurrence tend à se durcir du fait de barrières à l'entrée modérées qui permettent l'arrivée de nouveaux concurrents, tant sur les imprimantes que sur les consommables, tandis que les perspectives de développement se situent sur les segments où les clients disposent du pouvoir de négociation le plus élevé.

2.3 Après des années de croissance dynamique de ses activités, EVOLIS est confronté depuis trois ans à un ralentissement et une baisse de ses marges

La figure 4, qui retrace l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle courante d'EVOLIS sur la période 2008-2018, fait apparaître deux périodes distinctes.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Figure 4. Evolution du chiffre d'affaires (en m€, échelle de gauche) et du taux de la marge opérationnelle courante⁵ (échelle de droite) d'EVOLIS



Source : rapports annuels EVOLIS

En premier lieu, entre 2008 et 2015, EVOLIS a connu une forte croissance de son chiffre d'affaires. Son taux de croissance annuel moyen s'est, en effet, élevé à +11%, malgré la chute d'activité enregistrée lors de la crise financière de 2009 (-10,7%).

Durant cette période, le taux de sa marge opérationnelle courante s'est inscrit dans une bande de fluctuation relativement étroite comprise entre 15% et 17%. Cette bande a été franchie vers le bas lors de la crise de 2009 (14,7%) tandis qu'elle a été dépassée en 2008 (18,4%), 2015 (19,3%) et 2016 (17,6%) à la faveur d'une conjonction d'éléments favorables. Par exemple, le niveau de la marge opérationnelle courante de l'année 2015 s'explique conjointement par :

- une évolution favorable de la parité euro / dollar, un dollar fort favorisant la marge d'EVOLIS car le pourcentage de son activité libellé en dollars est supérieur au pourcentage de ses achats dans cette devise ;
- une forte hausse de son activité, en particulier liée à l'obtention d'un contrat exceptionnel au Tanzania (chiffre d'affaires de 4,8 m€), qui a permis de faire jouer à plein son levier opérationnel.

En second lieu, entre 2015 et 2018, EVOLIS a été confrontée à un fort ralentissement de la dynamique de croissance de son chiffre d'affaires. Son taux de croissance annuel moyen s'est, en effet, réduit à +2%.

Le caractère exceptionnel du contrat tanzanien et une évolution moins favorable des taux de change ont certes pesé dans cette évolution. Toutefois, ces facteurs illustrent également :

⁵ Sur l'année 2018, cette marge intègre des paiements en actions qui ont pesé négativement à hauteur de -1,2%.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- le poids accru de la division Projets dans le chiffre d'affaires d'EVOLIS, dont l'activité est plus volatile car elle dépend de la concrétisation de quelques projets ;
- la sensibilité de l'activité d'EVOLIS à une variation des taux de change, compte tenu du caractère très international de son activité.

Par ailleurs, le taux de la marge opérationnelle courante d'EVOLIS a fortement chuté pour revenir dans la bande de fluctuation constatée antérieurement en 2017 (15,9%) puis descendre en dessous en 2018 (12,9%).

Cette évolution négative trouve son origine dans les facteurs structurels suivants ;

- après avoir enregistré une forte hausse de son taux de marge brute entre 2008 (54%) et 2015 (59%) grâce à ses efforts en matière d'optimisation de ses achats et de gains de productivité, EVOLIS a atteint un plafond (environ 60%) qu'il lui sera difficile de dépasser du fait :
 - ✓ du poids croissant de la division Projets dont le taux de marge est structurellement plus faible, compte tenu du pouvoir de négociation plus important des clients ;
 - ✓ de la concurrence croissante dans la vente d'imprimantes et de consommables qui impose une modération dans l'évolution des prix de vente, voire une baisse, et met les marges sous pression.
- la croissance de son activité reposant sur la poursuite de son développement géographique et la création de nouvelles solutions, EVOLIS doit investir fortement pour structurer son organisation en renforçant tout à la fois ses équipes locales mais également sa coordination globale.

Ses investissements en matière de structuration expliquent la hausse entre 2015 et 2018 du poids, par rapport au chiffre d'affaires, des autres charges achats et charges externes ainsi que des charges de personnel respectivement de 13% à 15% et de 20% à 26%⁶.

2.4 Un modèle économique fortement générateur de liquidités

La figure 5 synthétise les principaux agrégats du bilan économique d'EVOLIS sur la période 2014 / 2018 :

⁶ Comme indiqué précédemment, le poids des charges de personnel a augmenté en 2018 de 1,2 point du fait de paiements en actions.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Figure 5. Bilan économique d'EVOLIS sur la période 2014 / 2018

En K€	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Immobilisations d'exploitation	12 351	12 166	11 638	13 390	13 597
<i>En % du CA</i>	<i>20%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>
Besoin en fonds de roulement	18 564	16 675	19 163	22 356	19 703
<i>En % du CA</i>	<i>31%</i>	<i>22%</i>	<i>25%</i>	<i>28%</i>	<i>24%</i>
IDA - IDP ⁷	725	374	532	152	183
Capitaux employés	31 640	29 215	31 333	35 898	33 483
<i>En % du CA</i>	<i>52%</i>	<i>38%</i>	<i>41%</i>	<i>45%</i>	<i>41%</i>
Ecart d'acquisition	8 424	9 121	9 911	9 509	9 284
Participations et créances	167	183	137	180	220
Actif économique	40 231	38 519	41 381	45 587	42 987
Capitaux propres	50 635	60 057	63 402	62 738	64 556
Dette financière ajustée	-10 404	-21 538	-22 021	-17 151	-21 569
Capital financier	40 231	38 519	41 381	45 587	42 987
ROCE (avec taux IS à 30%)	21%	35%	30%	25%	22%

Source : rapports annuels EVOLIS

L'analyse de ce bilan économique appelle les commentaires suivants :

- Le ratio rapportant le montant des capitaux employés d'EVOLIS à son chiffre d'affaires (en moyenne 41% entre 2015 et 2018 après le niveau exceptionnel de 52% atteint en 2014) reflète la nature industrielle de l'activité d'EVOLIS : les ratios « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » et « stocks sur chiffre d'affaires » se sont élevés en moyenne respectivement à 16% et 14% entre 2015 et 2018.
- Le niveau élevé de sa marge opérationnelle a permis à EVOLIS d'obtenir un rendement de ses capitaux employés⁸ (ou ROCE) en moyenne de 27% sur la période 2014 / 2018, soit un niveau beaucoup plus élevé que son coût du capital (cf. § 4.3.3).
- Un niveau élevé du rendement des capitaux employé conjugué à une croissance modérée de l'activité est le garant d'une forte génération de trésorerie. La trésorerie nette ajustée d'EVOLIS a ainsi progressé de 10,4m€ en 2014 à 22,0 m€ en 2016 et est restée relativement stable ensuite malgré un taux élevé de distribution de ses dividendes (cf. § 4.1.4).
- EVOLIS poursuit une politique de croissance externe prudente, qui se traduit à la fois par un montant d'écarts d'acquisition modéré par rapport au niveau de son actif économique et relativement stable sur la période.

⁷ Impôts différés actifs (IDA) moins les impôts différés passifs (IDP).

⁸ Après prise en compte d'un taux d'imposition normatif de 30%.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

2.5 Un premier semestre 2019 illustrant les challenges auxquels EVOLIS est confrontée

EVOLIS a publié le 8 août 2019 les résultats semestriels de son exercice 2019, qui sont résumés dans la figure 6 ci-dessous :

Figure 6. Compte de résultat semestriel 2018 et 2019 d'EVOLIS

En k€	30/06/2018	30/06/2019
Chiffre d'affaires	37 996	41 297
<i>Croissance</i>	<i>-6,4%</i>	<i>8,7%</i>
Consommation de matières	14 503	15 966
Autres achats et charges externes	5 856	7 718
Impôts et taxes	807	898
Charges de personnel	10 134	11 506
Dot° aux provisions	713	471
Autres produits et charges	-10	33
EBITDA	5 993	4 705
<i>En % du CA</i>	<i>15,8%</i>	<i>11,4%</i>
Dot° aux amortissements	1 859	2 074
Résultat opérationnel courant	4 134	2 631
<i>En % du CA</i>	<i>10,9%</i>	<i>6,4%</i>
KPI		
Marge brute	61,8%	61,3%
Autres achats et charges externes	15,4%	18,7%
Charges de personnel	26,7%	27,9%

Source : rapport semestriel 2018 et 2019 d'EVOLIS

Ils s'avèrent à la fois mitigés et illustratifs des challenges auxquels EVOLIS est actuellement confrontée. En effet :

- La croissance du chiffre d'affaires au 1^{er} semestre 2019 s'est élevée à +8,7% en données publiées et +5,1% à taux de change constant. Cette évolution, inférieure à l'objectif de +7,0% indiqué lors de la publication des résultats 2018, et est d'autant plus décevante que :
 - ✓ Cette croissance a été facilitée par une base de comparaison favorable.
Le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2018 avait été en décroissance de -0,7% à taux de change constant.
 - ✓ La croissance à taux de change courant provient exclusivement de l'activité Projets (+29,7%) qui est par nature très volatile.
- Le taux de marge opérationnel courant a diminué de 4,5 points entre le 1^{er} semestre 2018 et le 1^{er} semestre 2019. Cette évolution trouve son origine dans trois facteurs principaux :
 - ✓ Une légère baisse du taux de marge brute (-0,5 points). Toutefois, elle résulte d'un effet positif ponctuel (+ 2,5 points) lié à la hausse du dollar et de deux effets négatifs plus

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

structurels (-3,0 points) liés à l'évolution du mix en faveur de l'activité Projets et à la baisse des prix consentie pour faire face à la pression concurrentielle.

- ✓ Une hausse du poids des frais de personnel (+1,2 points) résultant de l'inflation salariale sur certaines fonctions et des efforts de structuration toujours en cours.
- ✓ Une hausse des charges externes (+3,3 points) en lien avec la complexité croissante de l'offre et également le caractère erratique de la demande, qui imposent le recours à du personnel extérieur et des surcoûts logistiques.

Prenant acte de ces évolutions, EVOLIS a indiqué dans son communiqué de presse du 8 août 2019 concernant ses perspectives : « *le groupe n'est plus en capacité, dorénavant, de se prononcer de façon fiable sur le cadencement de sa dynamique de croissance et ne peut donc pas confirmer les objectifs de chiffre d'affaires annoncés précédemment pour 2019 et 2021* ».

La figure 7 présente l'évolution du bilan économique d'EVOLIS entre le 31 décembre 2018 et le 30 juin 2019 dont les principaux éléments significatifs sont les suivants :

- La hausse du montant des capitaux employés (+2,6 m€) provient pour l'essentiel de la mise en œuvre de la norme IFRS 16⁹ à partir du 1^{er} janvier 2019 (impact de +2,7 m€).
- La baisse de la trésorerie nette ajustée de 21,6 m€ à 16,9 m€ (-4,7 m€) est à la fois la contrepartie de la mise en œuvre de la norme IFRS 16 et de la distribution du dividende sur le 1^{er} semestre.

Figure 7. Evolution du bilan économique d'EVOLIS entre le 31/12/2018 et le 30/06/2019

En K€	31/12/2018	30/06/2019
Immobilisations d'exploitation	13 597	16 784
<i>En % du CA</i>	<i>17%</i>	<i>20%</i>
Besoin en fonds de roulement	19 703	19 105
<i>En % du CA</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>
IDA - IDP	183	245
Capitaux employés	33 483	36 134
<i>En % du CA</i>	<i>41%</i>	<i>44%</i>
Ecart d'acquisition	9 284	9 368
Participations et créances	220	220
Actif économique	42 987	45 722
Capitaux propres	64 556	62 582
Dette financière ajustée	-21 569	-16 860
Capital financier	42 987	45 722
ROCE (avec taux IS @ 30%)	22%	10%

Source : rapport semestriel 2018 et 2019 d'EVOLIS

⁹ Cette norme impose aux preneurs des contrat de location d'une durée de plus d'un an de comptabiliser un actif représentatif du droit d'utilisation de l'actif loué sur la durée du contrat, en contrepartie d'une dette représentative de l'obligation de payer ce droit.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

2.6 Synthèse : analyse SWOT d'EVOLIS

En synthèse, la matrice SWOT résume les forces et les faiblesses d'EVOLIS ainsi que les opportunités et les menaces auxquelles elle est confrontée sur son marché.

Figure 8. Matrice SWOT d'EVOLIS

Forces (Strengths)	Faiblesses (Weaknesses)
- Position de leader qui permet de disposer d'une légitimité vis-à-vis des distributeurs, intégrateurs et gouvernements - Offre très large permettant de répondre aux besoins de nombreux secteurs économiques - Réseau de distribution important - Capacité à intégrer de nouvelles technologies	- Les opportunités de développement se situent dans des géographies ou sur des secteurs où la demande est plus volatile et où il est nécessaire de renforcer la structuration des activités - Forte exposition aux fluctuations des taux de change et en particulier du dollar
Opportunités (Opportunities)	Menaces (Threats)
- Croissance des pays émergents et des solutions à proposer dans de nouveaux secteurs	- Arrivée sur le marché de nouveaux fabricants d'imprimantes du fait de la faiblesse des barrières technologiques - Apparition de génériques des consommables - Dématérialisation des cartes de fidélité et des cartes de crédit

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

3. Données structurant l'évaluation d'EVOLIS

3.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action EVOLIS a été réalisée à la date du **26 août 2019**.

La date de référence retenue dans ce rapport pour les cours de bourse de la Société correspond au 18 juin 2019, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Offre.

3.2 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le tableau ci-dessous détaille le nombre d'actions retenu pour la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie futurs (nombre au 31 décembre 2018) et des méthodes analogiques (nombre au 30 juin 2019).

Figure 9. Détail du nombre d'actions retenu

		31/12/18	30/06/19
Nombre de titres formant le capital	(1)	5 219 120	5 220 620
Actions gratuites attribuées	(2)	1 500 ¹⁰	0
Contrat de liquidité	(3)	-8 015	-4 153
Actions auto-détenues	(4)	-5 596	-5 596
Actions gratuites	(5)	15 000	15 000
Nombre d'actions retenu	(1)+(2)-(3)-(4)+(5)	5 222 009	5 225 871

Nous avons déterminé le nombre d'actions retenu sur la base du nombre de titres formant le capital au 31 décembre 2018 et au 30 juin 2019 d'où nous avons :

- déduit les actions détenues dans le contrat de liquidité et les actions auto-détenues ;
- ajouté le nombre d'actions gratuites attribuées depuis la date où le nombre de titres formant le capital est pris en compte ;
- ajouté le nombre de titres susceptibles d'être créés dans le cadre des plans d'attribution d'actions gratuites. Nous avons retenu ainsi 50% des actions gratuites en période d'acquisition.

¹⁰ Actions gratuites attribuées au cours du 1^{er} semestre 2019. Ces actions sont donc prises en compte dans les 5.220.620 actions formant le capital au 30 juin 2019.

3.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

Nous avons effectué deux calculs pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Pour la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (ci-après « DCF »), nous avons calculé cet ajustement au 31 décembre 2018, **car nous retenons la totalité du flux de l'année 2019 dans notre calcul de la valeur d'entreprise.**

Pour la mise en œuvre des méthodes analogiques, nous avons calculé cet ajustement au 30 juin 2019, par homogénéité avec les informations utilisées pour calculer les multiples de sociétés comparables cotées.

3-3-1 Au 31 décembre 2018 pour la mise en œuvre de la méthode des DCF

Pour la mise en œuvre de la méthode des DCF, nous avons retenu une trésorerie nette ajustée d'un montant de 16,949 m€, déterminée sur la base des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2018. Son calcul est détaillé dans le tableau suivant :

Figure 10. Détermination de la trésorerie nette ajustée au 31 décembre 2018

En k€	31/12/2018
(-) Dettes financières	3 466
(-) Provisions pour avantages au personnel	484
(-) Intérêts minoritaires	172
(-) Dividende versé	4 448
(+) Trésorerie	25 519
Trésorerie nette ajustée	16 949

Ce calcul de la trésorerie nette ajustée prend en compte le versement du dividende intervenu le 29 mai 2019 pour un montant unitaire de 0,85€.

3-3-2 Au 30 juin 2019 pour la mise en œuvre des méthodes analogiques

Pour la mise en œuvre des méthodes analogiques, nous avons retenu une trésorerie nette ajustée d'un montant de 19,050 m€, déterminée sur la base des comptes semestriels au 30 juin 2019. Son calcul est détaillé dans le tableau suivant :

Figure 11. Détermination de la trésorerie nette ajustée au 30 juin 2019

En k€	30/06/19
(-) Dettes financières (hors IFRS 16)	2 993
(-) Provisions pour avantages au personnel	629
(-) Intérêts minoritaires	155
(-) Dividende versé	0
(+) Trésorerie	22 827
Trésorerie nette ajustée	19 050

4. Eléments d'appréciation du prix d'Offre

Après avoir exposé les approches d'évaluation écartées (4.1), nous mettons en œuvre les méthodes et références retenues à titre principal (4.2 à 4.3) et à titre secondaire (4.4 et 4.5) avant, enfin, d'analyser les synergies liées à l'Offre (4-6).

4.1 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

Nos travaux nous ont conduit à écarter les méthodes et références suivantes :

4.1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait valablement pas être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la totalité de la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques certifiées par des commissaires aux comptes.

A titre strictement informatif, l'actif net comptable consolidé d'EVOLIS s'établit à 12,0€ par action au 30 juin 2019.

4.1.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

Selon la base de données Bloomberg, le titre EVOLIS n'est suivi que par un nombre très limité d'analystes, seulement deux fournissant un objectif de cours (CM-CIC Market Solutions¹¹ et GreenSome Finance).

Ces deux analystes ont réduit leur objectif à la suite de la publication des résultats semestriels d'EVOLIS : de 34,0€ à 29,0€ pour CM-CIC Market Solutions et de 41,2€ à 37,4€ pour GreenSome Finance.

L'objectif de cours établi par GreenSome Finance, qui s'avère supérieur au Prix d'offre, appelle les commentaires suivants :

- il prend en compte des objectifs de marge cohérents avec l'historique d'EVOLIS mais nettement supérieurs à ceux prévus dans le plan d'affaires ;
- il semble reposé sur un taux moyen pondéré du capital de 7,1%¹² qui apparaît très faible au regard de la taille d'EVOLIS et de son exposition aux marchés émergents (cf. § 2.1).

¹¹ CM-CIC Market Solutions est également l'établissement présentateur de l'Offre.

¹² Ce taux est indiqué dans la note du 13 mars 2018. Les autres notes auxquelles nous avons eu accès ne font pas allusion à une modification de ce taux.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Compte tenu (i) de la couverture très limitée du titre EVOLIS par des analystes et (ii) du caractère très favorable des hypothèses retenues dans l'un des deux objectifs de cours publié, cette référence ne nous paraît pas pertinente.

4.1.3 Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant des actifs patrimoniaux, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Cette méthode apparaît ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective de long-terme. Elle n'a pas été retenue, de ce fait, dans le cas présent.

4.1.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

EVOLIS a mené une politique de distribution régulière au cours de ces derniers exercices comme le détaille le tableau ci-dessous :

Figure 12. Historique de distribution de dividendes par EVOLIS

Exercice N	2014	2015	2016	2017	2018
Dividende en € par action distribué en N+1	0,71	1,30	1,20	1,00	0,85
Résultat consolidé par action de l'exercice N	1,42	2,00	1,81	1,69	1,18
Taux de distribution	50%	65%	66%	59%	72%

Source : Etats financiers société

Cette politique de distribution n'est toutefois pas représentative de la totalité de sa capacité distributive comme en témoigne l'accumulation d'une importante trésorerie au bilan (cf. § 2.4).

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas pertinente au cas présent.

4.2 Référence au cours de bourse – à titre principal

4-2-1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique ce qui suppose, en particulier, que l'action soit liquide, c'est-à-dire qu'elle puisse être échangée rapidement et à un faible coût.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

4-2-2 Analyse du cours de bourse

a) Analyse de l'évolution du cours de bourse avant la date d'annonce

Les actions de la Société sont cotées sur Euronext Growth. Le graphique suivant présente l'évolution de son cours entre le 2 janvier 2017 et le 18 juin 2019, comparé à l'indice CAC Mid 60.

Figure 13. Evolution du cours de bourse du titre EVOLIS¹³ comparé au CAC Mid 60 avant la date d'annonce de l'opération



Date	Annonces
1 25/07/2018	Chiffre d'affaires du 1er semestre 2018
2 18/09/2018	Résultats du 1er semestre 2018
3 17/10/2018	Chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2018
4 30/01/2019	Chiffre d'affaires de l'exercice 2018
5 26/03/2019	Résultats de l'exercice 2018
6 26/04/2019	Chiffre d'affaires du 1er trimestre 2019

Le cours de bourse du titre EVOLIS a fluctué de janvier 2017 à juillet 2018 dans une bande relativement étroite, entre 38€ et 48€. Il est ainsi resté quasiment stable sur cette période, sous-performant l'indice CAC Mid 60, qui progressait d'environ +18%.

Les publications relatives au résultat du 1^{er} semestre 2018 ont entraîné une baisse très sensible du cours du titre EVOLIS :

- la publication du chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2018 a entraîné une chute du cours de 9% le jour de l'annonce, et au total une baisse d'environ 30%, sur une période de 2 semaines ;
- la publication des résultats du 1^{er} semestre 2018 a provoqué une nouvelle chute du cours de 13%.

¹³ Cours non ajustés. Source des données : Bloomberg.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Les publications suivantes, qui ont fait état d'une *amélioration des performances entre le 1^{er} et le 2^d semestre 2018*, ont conduit à un **rebond limité du cours du titre EVOLIS**.

Par exemple, l'annonce des résultats 2018, le 26 mars 2019, qui comportait à la fois une bonne surprise, sur les marges du 2^d semestre 2018 et une mauvaise, à propos du décalage d'un an de l'objectif de chiffre d'affaires de 100 m€, a été accueillie par une progression du cours de 2,7% à 22,5€, bien loin du niveau d'environ 40€, précédant les annonces relatives aux résultats du 1^{er} semestre 2018.

L'annonce d'une croissance du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2019 de +9,6%, dont +5,7% à taux de change constant, a également été suivie d'une progression limitée du cours de +1,2%.

Enfin, il est intéressant d'analyser comment le cours du titre EVOLIS a évolué pendant la période de stress que les marchés ont connue au cours du dernier trimestre 2018 et a ensuite rebondi au cours du premier trimestre 2019. On observe alors que le titre EVOLIS :

- a subi un repli de son cours de bourse au cours du dernier trimestre 2018 de -20,1% relativement similaire à celui du CAC Mid 60 qui chutait de -18,4% ;
- a rebondi plus fortement que l'indice CAC Mid 60 entre le début de l'année 2019 et le 18 juin 2019 (+25,1% à comparer à +13,7%).

En conclusion, il ressort de cette analyse que le cours du titre EVOLIS a subi une forte chute à la suite de la publication de ses résultats du 1^{er} semestre 2018, qui a marqué une inflexion notable de ses performances en termes de croissance et de rentabilité.

En cela, le titre EVOLIS a connu une évolution, largement documentée dans les travaux de recherche dans le domaine de la finance, qui suit les étapes suivantes :

- la réalisation d'excellentes performances financières par une société, en termes de croissance du chiffre d'affaires et des marges, pendant plusieurs années, conduit les investisseurs à extrapoler la poursuite de ce phénomène, malgré les risques de saturation de son marché ou d'accroissement de la concurrence¹⁴ ;
- il s'ensuit que son cours de bourse devient surévalué car il incorpore des hypothèses peu réalistes, ce phénomène pouvant être accentué dans le cas des sociétés de taille moyenne où il existe des contraintes à l'arbitrage, en particulier lorsque les ventes à découvert sont quasiment impossibles¹⁵ ;

¹⁴ Barberis, N., Psychology-Based Models of Asset Prices and Trading Volume, Handbook of Behavioral Economics vol.1, 2018.

¹⁵ Miller, E.M., Risk, uncertainty and divergences of opinion, Journal of Finance vol. 32, 1977. Cet article classique démontre qu'en présence d'opinions divergentes sur les perspectives d'un titre et de contraintes à l'arbitrage, comme il en existe de manière plus importante pour les sociétés de taille petite ou moyenne, le cours reflète alors les opinions, et donc les extrapolations des performances passées, les plus optimistes. Les résultats de cet article ont été confirmés par de nombreuses études empiriques (par exemple récemment : Stambaugh, R.F., Yu, J., Yuan, Y., Arbitrage Asymmetry and the Idiosyncratic Volatility Puzzle, Journal of Finance vol. 70, 2015).

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- la publication de résultats décevants conduit à un réajustement brutal des anticipations des investisseurs et donc à une forte chute du cours de bourse¹⁶.

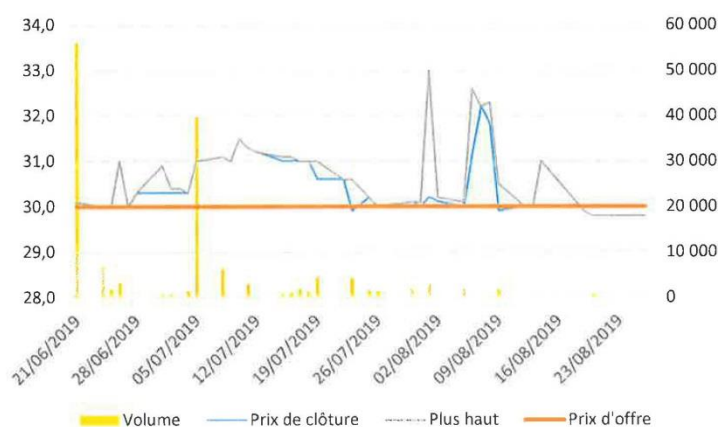
De manière cohérente avec cette analyse :

- l'amélioration des résultats d'EVOLIS sur le 2^d semestre 2018 et au 1^{er} trimestre 2019 n'a pas provoqué de rebond de son cours vers ses niveaux passés ;
- on ne peut pas attribuer la chute du cours du titre EVOLIS depuis un an au contexte plus général de désintérêt des investisseurs pour les valeurs moyennes car :
 - ✓ cette chute est intervenue lors de publications de résultat intervenues au 3^{ème} trimestre 2018 alors que la chute des marchés a eu lieu au 4^{ème} trimestre 2018 ;
 - ✓ le titre a chuté au cours du dernier trimestre 2018 dans des proportions similaires à l'indice CAC Mid 60 et a plus fortement rebondi entre le 1^{er} janvier et le 18 juin 2019.

b) Analyse de l'évolution du cours de bourse après la date d'annonce

Le cours du titre EVOLIS a non seulement immédiatement convergé vers le Prix d'offre de 30,0€ mais l'a également régulièrement dépassé, depuis la reprise des cours le 21 juin 2019, dans des volumes importants, comme le montre la figure 14.

Figure 14. Evolution du cours de bourse du titre EVOLIS¹⁷ après la date d'annonce de l'opération



¹⁶ Engelberg, J., McLean, R.D., Pontiff, J., Anomalies and News, Journal of Finance vol. 73, 2018. Cet article démontre que les anomalies de valorisation liées à l'extrapolation incorrecte des performances passées sont corrigées, en grande partie, lors de l'annonce des résultats.

¹⁷ Source des données : Bloomberg.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Toutefois, on observe également que :

- 1/ Depuis l'annonce de l'Offre, les investisseurs disposent d'une garantie de pouvoir revendre leurs titres à un prix minimum de 30,0€ durant la période d'Offre. Les échanges reflètent alors les transactions soit des investisseurs les plus impatients de monétiser leurs titres, soit des investisseurs les plus optimistes quant aux perspectives d'EVOLIS ou à la possibilité d'un relèvement du Prix d'Offre.
- 2/ Les volumes de transaction observés entre le 21 juin et le 26 août 2019 ont été réalisés en grande majorité par un seul gestionnaire de fonds¹⁸.
- 3/ Certains des cours les plus élevés observés depuis l'annonce de l'Offre ont été atteints des jours où le volume de transaction était particulièrement faible. Par exemple, le cours du titre EVOLIS a dépassé 32€, entre le 6 et le 8 août 2019, dans un volume global de 758 titres¹⁹, avant de clôturer à 29,9€ le 9 août 2019²⁰, dans un volume plus conséquent de 1.731 titres.

Par conséquent, le fait que le cours de bourse d'EVOLIS a dépassé régulièrement le Prix d'offre ne remet pas en cause celui-ci car le cours de bourse d'EVOLIS (i) ne fonctionne plus comme un mécanisme d'agrégation des opinions de l'ensemble des investisseurs, (ii) est susceptible d'être fortement influencé par un intervenant particulier et (iii) peut subir de fortes variations dans des volumes très faibles sans justification particulière.

c) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse

Nous présentons ci-dessous le cours de bourse en date du 18 juin 2019 et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 20, 60, 120 et 250 jours précédant l'annonce de l'Offre, ainsi que la rotation du flottant. Les cours quotidiens retenus sont les **cours de clôture ajustés des distributions de dividende**.

Figure 15. Analyse de la référence au cours de bourse d'EVOLIS²¹

	Spot	Moyenne			
	Au 18/06/19	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moy pondéré par les volumes (en €)	24,40	23,51	23,01	22,42	23,74
Prime induite par le Prix d'offre	23,0%	27,6%	30,4%	33,8%	26,4%
+ haut (en €)		24,50	24,50	24,50	38,87
+ bas (en €)		23,05	20,64	18,52	18,52
Volume moyen de titres		1 702	2 367	1 797	1 627
Volume cumulé de titres ('000)	972	34 037	142 005	215 600	406 807
Rotation du flottant		2%	7%	11%	21%

¹⁸ Par communiqués en date 19, 22 et 24 juillet 2019, un gestionnaire de fonds a indiqué avoir procédé à l'acquisition de 115.111 titres EVOLIS depuis l'annonce de l'Offre. Ces transactions représentent 78% du volume des transactions reportées sur la base de données Bloomberg.

¹⁹ Source des données : Bloomberg.

²⁰ Soit le jour d'annonce des résultats semestriels.

²¹ Source des données : Bloomberg

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

La liquidité du titre EVOLIS doit être appréciée au regard des éléments suivants :

- Le flottant d'EVOLIS représente 36% de son capital²² tandis que la rotation de ce flottant est légèrement inférieure à 20% sur une période d'un an (250 jours de bourse).
- Le cours du titre intègre rapidement les nouvelles informations tandis qu'a contrario on n'observe pas d'évolution erratique du cours de bourse en l'absence de volume et / ou d'information particulière antérieurement à l'annonce de l'Offre²³.

Les analyses exposées précédemment permettent de conclure que la référence au cours du titre EVOLIS, **préalablement à l'annonce de l'Offre**, s'avère pertinente pour apprécier le Prix d'offre. Nous relevons alors, **sur la base cours de bourse ajustés du dividende**, que :

- Le Prix d'offre fait ressortir une **prime de 23,0% par rapport au dernier cours du 18 juin 2019 (24,4€)** ;
- Le Prix d'offre extériorise une prime comprise entre 26,4% et 33,8% par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 20, 60, 120 et 250 jours.
- L'existence d'une décote entre le Prix d'offre et le cours le plus haut atteint sur une période de 250 jours précédant l'annonce de l'Offre matérialise le fait que le cours était vraisemblablement biaisé à la hausse, par une extrapolation excessive des performances passées.

4.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal

4.3.1 Principe

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme des flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés à un taux représentatif des risques systématiques supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, minorée de l'endettement financier net.

4.3.2 Prévisions retenues

Le plan d'affaires servant de base à nos travaux a été établi, au premier trimestre 2019, par le management d'EVOLIS sur la période 2019 – 2026.

Les hypothèses structurantes de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Concernant le chiffre d'affaires, il est distingué deux périodes :
 - ✓ une première période de trois ans durant laquelle le taux de croissance annuel moyen s'élève à 6,3%, permettant d'atteindre l'objectif d'un chiffre d'affaires de l'ordre de 100 m€ à l'horizon 2021 ;

²² Cf. figure 2 du paragraphe 1.1.

²³ Ce type d'évolution d'erratique est caractéristique d'une action peu liquide.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- ✓ une seconde période entre 2022 et 2026 durant laquelle le taux de croissance annuel se normalise vers +3,0%.
- Concernant le taux de marge d'exploitation, celui-ci s'inscrit pendant la durée du plan dans une fourchette comprise entre 13% et 14%. Le taux de marge d'exploitation atteint un point bas en 2019 et 2020, avant de remonter légèrement, grâce à une meilleure absorption des frais fixes supplémentaires liés aux efforts de structuration d'EVOLIS.
- Après un effort sur les années 2019 et 2020, le budget annuel d'investissement reste inférieur à 4,0 m€ jusqu'en 2026, de telle manière que le ratio rapportant les immobilisations d'exploitation au chiffre d'affaires diminue de 16,6% en 2018 à 10,6% en 2026.
- Un taux d'imposition tenant compte de l'évolution actée dans la dernière loi de finance.

A la suite à la publication de ses résultats du 1^{er} semestre 2019, le management d'EVOLIS nous a confirmé que le plan d'affaires qui nous avait été transmis correspondait à son scénario moyen. Il estime toutefois que les risques d'exécution sont plus importants qu'initialement anticipés, du fait de la poursuite de l'accroissement de la pression concurrentielle et de la fragmentation de la demande. Pour l'exprimer autrement, le management s'attend à une volatilité des résultats annuels plus forte qu'anticipée qui pourrait contrarier, ponctuellement, l'atteinte de certains objectifs, sans que cela ne remette toutefois en cause la trajectoire de son plan.

Nos analyses font ressortir que :

- Les objectifs du plan d'affaires pour l'année 2019 sont ambitieux, au regard des réalisations du premier semestre.
- La trajectoire de chiffre d'affaires pour l'ensemble du plan d'affaires est volontariste, compte tenu de la montée des pressions concurrentielles et de la complexité de l'environnement dans lequel il doit être réalisé.
- L'objectif de marge du plan d'affaires peut sembler prudent au regard des performances historiques de la Société. Une réduction du niveau de marge d'exploitation paraît toutefois la contrepartie à attendre d'une poursuite d'une croissance soutenue, qui impose de développer l'activité Projets, où le taux de marge brute est plus faible, et de financer la poursuite de la structuration de la Société, pour adresser un grand nombre de marchés tant d'un point de vue géographique que de produits.

Par ailleurs, nos analyses nous ont conduit également à retenir :

- un taux d'imposition inférieur de trois points à celui du plan d'affaires, pour refléter pleinement l'impact du crédit d'impôt recherche ;
- un ratio rapportant le besoin en fonds de roulement, calculé de manière homogène avec notre méthode de construction du bilan économique, sur le chiffre d'affaires de 25,9%²⁴.

²⁴ Les prévisions d'évolution du besoin en fonds de roulement dans le plan d'affaires ont été déterminées sur la base d'une approche simplifiée tenant compte des stocks, des créances clients et des dettes fournisseurs.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

L'ensemble des hypothèses retenues aboutit à un rendement des capitaux employés moyen de 25% sur la durée du plan d'affaires et atteignant 28% au terme de celui-ci, qui doit être comparé au taux de rendement moyen de 27% de la période 2014 – 2018.

L'effet de la baisse du taux de marge d'exploitation sur le rendement des capitaux employés est compensé en premier lieu par une diminution de l'intensité capitalistique, liée à la baisse du ratio rapportant les immobilisations d'exploitation au chiffre d'affaires, et en second lieu par les perspectives de réduction du taux d'impôt sur les sociétés.

Le plan d'affaires construit par le management est donc globalement favorable en termes de valorisation de la Société dans la mesure où il conjugue (i) une accélération de la croissance par rapport au niveau constaté en moyenne sur les trois derniers exercices et (ii) un rendement des capitaux employés comparable à celui constaté historiquement, malgré l'accroissement de la pression concurrentielle et de la complexité de ses marchés.

4.3.3 Taux d'actualisation

a) Principe

Les flux futurs de trésorerie doivent être actualisés au taux de rendement requis par l'ensemble des apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers) qui dépend du risque intrinsèque de l'activité, du levier financier utilisé et de l'avantage procuré par la déductibilité des frais financiers.

Le taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux est traditionnellement déterminé à partir du coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») tandis que le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

L'utilisation d'un coût moyen pondéré du capital permet de tenir compte, implicitement, dans le taux d'actualisation, des économies d'impôts liées à la déductibilité des frais financiers.

Notre estimation du coût des fonds propres K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché Action} + \text{prime(s) de risque complémentaire(s)}$$

Avec :

R_f :	Taux sans risque
β :	Béta des fonds propres de la société qui mesure son exposition aux risques de marché non diversifiables
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché Action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime(s) de risque complémentaire(s)	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille, à une prime de risque pays ou à une prime spécifique liée à la probabilité de ne pas réaliser le plan d'affaires

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

b) Paramètres

Structure financière

Nous avons retenu une structure financière cible composée à hauteur de 75% de fonds propres et à 25% de dettes.

Bien qu'historiquement EVOLIS a conservé une trésorerie nette significative, le mode de financement retenu pour l'Offre fait apparaître qu'elle dispose d'une capacité d'endettement importante.

La structure financière retenue prend en compte le niveau d'endettement initial de CEDYS & Co et sa diminution au fur et à mesure des remboursements.

Taux sans risque

Nous avons retenu un taux sans risque de -0,31% basé sur la moyenne 20 jours du taux de rendement des OAT 10 ans au 26 août 2019 (source : Bloomberg).

Prime de risque de marché

Nous avons estimé le taux de rendement attendu du marché action au 26 août 2019 à 7,78%. Ce taux de rendement attendu du marché action a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des flux de dividende mise en œuvre sur la base de l'indice STOXX Europe 600²⁵.

Nous observons que notre estimation du taux de rendement attendu du marché action est légèrement supérieur au taux de rendement historique observé en Europe de 7,3%²⁶.

Après déduction d'un taux sans risque moyen européen de -0,14%²⁷, la **prime de risque estimée de marché s'élève à 7,9%**.

²⁵ Spécifiquement, le taux de rendement attendu du marché action est estimé sur la base du consensus des bénéfices des analystes extrapolé sur une période de deux ans pour faire converger le taux de croissance vers le taux attendu à long terme. Le montant des dividendes est estimé à partir des bénéfices déterminés par les analystes, le taux de croissance retenu et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette approche permet d'éviter les problèmes d'estimations basées sur les flux de dividende distribués qui ne tiennent compte ni de l'émission d'actions nouvelles ni de l'évolution de la structure financière. Concernant le choix méthodologique consistant à référer à des données agrégées au niveau d'un indice pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Li, Y., Ng, D.T., Swaminathan, B., Predicting market returns using aggregate implied cost of capital, Journal of Financial Economics, 2013. Concernant le choix méthodologique consistant à retenir les dividendes distribuables plutôt que les dividendes distribués pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Straehl, P.U., Ibbotson, R.G., The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payout and the Real Economy, Financial Analyst Journal, 2017 et Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., Roberts, M.R., On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing, The Journal of Finance, 2007.

²⁶ Moyenne géométrique du rendement des marchés actions sur une base européenne. Source : Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

²⁷ Moyenne 20 jours au 26 août 2019 du taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans (source : Bloomberg). Cette moyenne est pondérée par le poids de chaque état européen dans l'indice STOXX Europe 600.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Bêta sectoriel

Nous avons estimé le bêta d'EVOLIS en deux étapes.

Tout d'abord, nous observons que le bêta d'actif moyen des sociétés de l'échantillon s'élève à 1,03. Il est calculé à partir du bêta observé sur les sociétés ASSA ABLOY et ZEBRA Technologies.

Ensuite, nous relevons que le bêta d'actif des secteurs « Electronics – Consumer et Office » et « Electronics – General » estimé par le Professeur Damodaran s'élève en moyenne à 1,00

Enfin, il convient de noter que d'un point de vue fondamental le bêta d'actif d'une société dépend de la sensibilité de son chiffre d'affaires à la conjoncture économique et de son levier opérationnel²⁸.

Or, la Société est fortement exposée aux évolutions de l'activité économique générale, comme le démontre la forte chute de son chiffre d'affaires au cours de l'année 2009, tandis que le poids de ses charges fixes est modéré compte tenu du poids des achats de matières premières et le niveau de ses marges. Ces éléments devraient conduire à un bêta d'actif proche de 1,0.

Au regard de ces éléments, nous retenons un bêta d'actif pour EVOLIS de 1,0.

Prime de taille

La prime de taille correspond à la constatation empirique que le taux de rendement ajusté du risque²⁹ des sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille.

Bien que la prise en compte d'une prime de taille soit sujette à controverse³⁰, nous considérons que le nombre et la diversité des analyses empiriques réalisées en la matière aussi bien dans le domaine universitaire³¹ que dans le domaine de la gestion d'actifs³² justifie de la retenir en matière d'évaluation.

Nous retenons la prime de taille estimée par le cabinet Duff & Phelps qui s'élève à 3,48% pour les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 700 M\$³³.

Coût de la dette

Nous avons estimé le coût de la dette sur la base des financements obtenus par CEDYS & Co. Nous avons retenu ainsi un taux de 1,3%.

²⁸ C'est-à-dire la sensibilité du résultat opérationnel aux variations du chiffre d'affaires. Le levier opérationnel dépend du poids des charges fixes dans la structure de coûts.

²⁹ Le risque mesuré par le coefficient bêta du MEDAF.

³⁰ Par exemple : Damodaran, A., *The Small Cap Premium, Where is the beef*, 2015.

³¹ Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T.J., Pedersen, L.H., *Size matters, if you control for your junk*, *Journal of Financial Economics*, 2018.

Levy, M., Levy, H., *Under-Diversification and the Size Effect*, working papers, 2019.

³² Alquist, R., Israel, R., Moskowitz, T.J., *Fact, Fiction, and the Size Effect*, *The Journal of Portfolio Management*, 2018.

³³ Duff & Phelps, *Valuation Handbook*, 2018.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

c) Taux d'actualisation retenu

Sur la base des paramètres précédemment exposés, nous retenons un taux d'actualisation de 10,7%.

4.3.4 Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale dépend, outre du taux d'actualisation, de deux paramètres : le taux de croissance à long terme retenu et l'évolution du taux de rendement des capitaux employés au-delà de l'horizon de prévisions explicites.

Deux paramètres déterminent à leur tour le taux de croissance à long terme d'un secteur d'activité :

- la croissance en volume déterminée par l'évolution démographique et des usages ;
- le taux d'inflation éventuellement compensé par des gains de productivité.

Dans le cas d'espèce, nous observons que le plan d'affaires retenu est relativement long. Au terme de celui-ci, on peut s'interroger sur la poursuite d'une croissance des usages alors qu'EVOLIS aura largement bénéficié de la diffusion de ses produits dans de nombreux secteurs d'activité et pays émergents et qu'il existe des risques de substitution.

C'est pourquoi nous retenons un taux de croissance à long terme équivalent au taux d'inflation anticipé de 1,5% déterminé sur la base de la moyenne de :

- la prévision d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels selon l'étude trimestrielle réalisée par la Banque Centrale Européenne, soit 1,7%³⁴ ;
- le taux du swap d'inflation à 5 ans dans 5 ans, soit 1,3%³⁵.

Nous avons fait par ailleurs l'hypothèse que le taux de rendement des capitaux employés demeurerait constant, ce qui constitue une hypothèse favorable en termes de valorisation.

4.3.5 Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des DCF aboutit à une **valorisation du titre EVOLIS de 25,3€** sur la base de laquelle le Prix d'offre fait ressortir une **prime de 18,6%**.

Nous observons que sur la base des prévisions retenues, mais en retenant un taux de marge d'exploitation de 16,0%, équivalent à celui observé en moyenne historiquement, la valorisation du titre EVOLIS s'établirait à 29,5€, de telle sorte que le Prix d'offre ferait apparaître une prime de 1,7%.

Par ailleurs, nous avons procédé à une analyse de sensibilité de la valorisation du titre EVOLIS :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,5% ;
- au taux de croissance à long terme en retenant un pas de +/- 0,5% ;

³⁴ Source : étude du 3^{ème} trimestre 2019.

³⁵ Source : Bloomberg, moyenne sur 20 jours au 26 août 2019.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Figure 16. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Taux actualisation	9,7%	26,0	27,0	28,0	29,0	30,0
	10,2%	24,7	25,6	26,6	27,5	28,5
	10,7%	23,5	24,4	25,3	26,2	27,1
	11,2%	22,4	23,3	24,2	25,0	25,9
	11,7%	21,5	22,3	23,1	24,0	24,8

Nous avons également procédé à une analyse de sensibilité de la valorisation du titre EVOLIS :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,5% ;
- au taux de marge d'exploitation à long terme en retenant un pas de +/- 0,5%.

Figure 17. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation à la marge d'EBIT

		Sensibilité % EBIT				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Taux actualisation	9,7%	26,7	27,3	28,0	28,7	29,6
	10,2%	25,5	26,0	26,6	27,2	27,9
	10,7%	24,4	24,8	25,3	25,8	26,4
	11,2%	23,4	23,7	24,2	24,6	25,1
	11,7%	22,5	22,8	23,1	23,5	24,0

Sur la base de nos analyses de sensibilité, la valeur du titre EVOLIS s'établit dans une fourchette de **24,2€ à 26,6€** ce qui permet au Prix d'offre d'extérioriser une prime comprise entre **13% et 24%**.

4.4 Méthode des comparables boursiers - à titre de secondaire

4-4-1 Principe

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendé au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

4-4-2 Présentation de l'échantillon retenu

Nous avons recherché des sociétés intervenant dans le domaine de la production de systèmes d'impression décentralisée de cartes plastiques. Toutefois, comme indiqué dans la présentation de ce secteur d'activité (cf. § 2.2), il s'agit d'un secteur de niche, relativement concentré où les intervenants, à l'exception d'EVOLIS, sont soit des acteurs privés soit une division peu significative de deux sociétés très importantes :

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- ASSA ABLOY qui est le leader mondial des solutions d'accès. Son offre comprend les produits et les services liés aux ouvertures de portes ainsi que les systèmes de contrôle d'identité avec des clés, des cartes, des téléphones mobiles...
- ZEBRA Technologies est un leader mondial en matière de conception et de commercialisation d'imprimantes spéciales, d'informatique mobile, de capture de données, d'identification et de système de localisation en temps réel.

Nous avons en revanche exclu la possibilité d'étendre notre échantillon à des sociétés de domaines connexes, à des fournisseurs ou des clients d'EVOLIS dans la mesure où ces sociétés sont souvent beaucoup plus importantes qu'EVOLIS, disposent d'activités beaucoup plus diversifiées et sont confrontées à un contexte de marché qui les conduisent à disposer de perspectives de croissance ou de rentabilité différentes de celles d'EVOLIS. En conséquence, un tel élargissement de notre échantillon aurait seulement accru sa taille sans rendre les multiples calculés plus pertinents.

Notre échantillon est donc constitué des sociétés ASSA ABLOY et ZEBRA Technologies dont les principales caractéristiques financières sont reprises dans le tableau suivant :

Figure 18. Principales caractéristiques financières des sociétés cotées comparables

	Capi. en m€ ³⁶	Evolution chiffre d'affaires			Marge EBITDA			Marge EBIT		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ASSA ABLOY	22 298	10,7%	7,4%	4,8%	19,2%	18,8%	19,0%	16,3%	16,1%	16,3%
ZEBRA Technologies	10 058	7,0%	5,0%	3,2%	21,9%	22,2%	21,6%	20,0%	19,5%	20,4%
Moyenne		8,8%	6,2%	4,0%	20,5%	20,5%	20,3%	18,2%	17,8%	18,4%

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés

Les sociétés cotées comparables retenues présentent un taux de croissance annuel du chiffre d'affaire sur la période 2019-2021 relativement proche de celui retenu dans le plan d'affaires d'EVOLIS. Leur niveau de marge s'avère en revanche plus élevé.

Par conséquent, nous avons mis en œuvre la méthode des comparables boursiers à titre secondaire dans la mesure où notre échantillon est étroit (deux sociétés) et composé de sociétés beaucoup plus importantes et plus diversifiées que ne l'est EVOLIS.

4-4-4 Choix de l'agrégat utilisé pour la mise en œuvre de la méthode

Nous avons retenu le ratio rapportant la valeur d'entreprise, calculée hors dettes liées à l'application de la norme IFRS 16, à l'EBIT, c'est-à-dire le résultat avant intérêts et impôts.

Compte tenu du différentiel de taille très important entre EVOLIS et les sociétés comparables retenues, nous avons appliqué une décote de taille à ces multiples.

Cette décote a été déterminée en comparant la valeur d'entreprise d'EVOLIS selon qu'elle serait calculée, toutes choses égales par ailleurs, avec un taux d'actualisation tenant compte ou ne

³⁶ Sur la base du taux de change au 26 août 2019.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

tenant pas compte d'une prime de taille. La décote résultant de cette comparaison s'élève à 30%.

4-4-5 Résultats de la méthode

Le multiple moyen ressortant de notre échantillon de sociétés comparables s'élève à 11,2x en 2019, 10,6x en 2020 et 10,1x en 2021.

Figure 19. Multiples de l'échantillon de sociétés cotées comparables

x EBIT	2019	2020	2021
ASSA ABLOY	17,7	16,7	15,8
Zebra Technologies	14,3	14,0	12,9
Moyenne	16,0	15,3	14,3
Décote	30,0%	30,0%	30,0%
Moyenne appliquée	11,2	10,7	10,0

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés

L'application des multiples obtenus aux agrégats du plan d'affaires d'EVOLIS aboutit à une valeur par action compris entre **28,3€ et 29,3€**. Le Prix d'offre fait donc ressortir une prime comprise entre **+2,4% et +6,1%**.

4.5 Méthode des transactions comparables – à titre secondaire

4.5.1 Principe

Comme la méthode des comparables boursiers (cf. paragraphe précédent), la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

La pertinence de cette méthode nécessite de disposer d'informations fiables et précises concernant les sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Les transactions retenues impliquant souvent des sociétés non cotées, la qualité de l'information publique est fréquemment limitée.

Au cas d'espèce, EVOLIS évolue dans un secteur de niche où il ne s'opère, par conséquent, qu'un nombre très limité de transactions, ce qui ne nous a permis d'identifier qu'une seule opération.

Compte tenu de la taille limitée de notre échantillon, nous avons mis en œuvre cette méthode à titre de recoupement.

4.5.2 Constitution de l'échantillon et détermination des multiples

Nous avons cherché à identifier des sociétés ayant fait l'objet de transactions sur les trois dernières années dans le domaine de l'impression et la personnalisation des cartes au format de carte de crédit.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Nous avons identifié la cession par le groupe Ultra Electronics Holdings Plc de sa branche spécialisée dans ce secteur d'activité (Ultra Electronics ID) à un groupe d'investisseurs privés en août 2016³⁷.

Cette transaction fait ressortir un multiple compris entre x5,5 et x6,3 de l'EBITDA précédent l'année de réalisation de la transaction, selon que l'on tienne compte ou non du complément de prix prévu à l'origine.

L'application de ces multiples à l'agrégat d'EVOLIS conduit à un **prix par action** compris entre **18,5 € et 20,5€** extériorisant une **prime** comprise entre **46% et 62%** par rapport au prix d'Offre.

4.6 Analyse des synergies attendues

L'Initiateur est une holding pure constituée pour les besoins de l'Offre par les actionnaires fondateurs d'EVOLIS qui constituent son équipe de management actuel.

Les synergies résultant de l'Offre seront donc très limitées. Elles ne se matérialiseront qu'en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire sous la forme :

- d'économies sur les coûts de cotation ;
- d'économies liées à la déductibilité des intérêts des emprunts contractés par l'Initiateur.

A cet égard, il convient de noter que la méthode des DCF tient compte des synergies financières de l'Offre car elle a été mise en œuvre sur la base d'un taux d'actualisation tenant compte de la structure financière de l'Initiateur.

4.7 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'Offre (soit 30,0€ par action) extériorise les primes suivantes :

Tableau 20 – Synthèse des primes et décotes par rapport au Prix d'offre

	Valeur par action en €			Primes / Décotes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
DCF	24,2	25,3	26,6	24,2%	18,6%	12,9%
Cours de bourse - spot		24,4			23,0%	
Cours de bourse - 20 jours	23,1	23,5	24,5	30,1%	27,6%	22,4%
Cours de bourse - 60 jours	20,6	23,0	24,5	45,3%	30,4%	22,4%
Cours de bourse - 120 jours	18,5	22,4	24,5	62,0%	33,8%	22,4%
Cours de bourse - 250 jours	18,5	23,7	38,9	62,0%	26,4%	-22,8%
A titre secondaire						
Comparables boursiers	28,3		29,3	6,1%		2,4%
Transactions comparables	18,5		20,5	62,1%		46,1%

³⁷ Date de closing.

5. Accords connexes à l'offre

L'analyse de la documentation juridique relative à l'Offre nous a permis d'identifier quatre accords ou opérations connexes que nous analysons ci-après.

5.1 Opération d'apport à CEDYS & Co

CEDYS & Co a été constituée par l'apport de 3.257.613 actions EVOLIS valorisées à un prix unitaire correspondant au Prix d'offre, soit 30,0€.

Cet apport a été rémunéré par l'émission de 9.772.839 actions d'une valeur nominale de 10,0€. Les actions émises se décomposent entre 9.655.839 actions de catégorie B et 117.000 actions de catégorie A.

Les statuts de CEDYS & Co indiquent que les actions de catégorie A et de catégorie B disposent des mêmes droits dans les bénéfices, l'actif social et le boni de liquidation. Elles ne se distinguent qu'en ce qui concerne le nombre de droits de vote qui leur est attaché : les actions de catégorie A ont un droit de vote simple tandis que les actions de catégorie B ont un droit de vote triple.

Les modalités d'apport d'actions EVOLIS à CEDYS & Co ne sont donc pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

5.2 Pacte entre les associés de CEDYS & Co

Les associés de CEDYS & Co ont signé, le 19 juin 2019, un pacte (ci-après le « Pacte d'Associés ») aux termes duquel M. Emmanuel PICOT, M. Serge OLIVIER, Mme Cécile BELANGER, M. Didier GODARD et M. Yves LIATARD (ci-après les « Associés Fondateurs »), d'une part, et Mme Cyrille VOLANTIER et Mme Nelly LAURENT (ci-après « les Associés Salariés »), d'autre part, ont convenu, notamment :

- d'un droit de sortie conjointe au bénéfice de chaque associé permettant à l'associé qui en serait bénéficiaire de céder l'intégralité de ses titres aux mêmes conditions que les associés sortants ;
- d'une obligation de sortie forcée permettant aux associés sortants, s'ils transfèrent plus de 95% du capital et des droits de vote de CEDYS & Co, de contraindre les autres associés à céder l'intégralité de leurs titres aux mêmes conditions que les associés sortants.

Par ailleurs, en cas de cession par CEDYS & CO d'au moins 95% de ses actions EVOLIS, les Associés Salariés disposeront d'une promesse unilatérale d'achat consentie par les Associés Fondateurs sur l'intégralité de leurs titres de CEDYS & CO. A défaut d'exercice par les Associés Salariés de ladite promesse unilatérale d'achat, les Associés Fondateurs disposeront d'une promesse unilatérale de vente consentie par les Associés Salariés portant sur l'intégralité de leurs titres de CEDYS & CO. En cas d'exercice de la promesse unilatérale d'achat ou de la promesse unilatérale de vente, les actions des Associés Salariés seront cédées pour un prix calculé en fonction de l'actif net de CEDYS & CO.

Ce mécanisme permet aux Associés Salariés de bénéficier « par transparence » d'un prix de vente de leurs actions CEDYS & Co reflétant le prix auquel CEDYS & Co vendrait ses titres EVOLIS.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Par ailleurs, nous observons que le Pacte d'associés ne prévoit aucun mécanisme de liquidité à un prix garanti en faveur des Associés Salariés.

Ces dispositions du Pacte d'associés sont usuelles et ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

5.3 Contrat de prêt obtenu par CEDYS & Co

CEDYS & Co a conclu avec un pool bancaire un contrat de prêt dont l'examen ne nous a pas conduit à relever de clauses susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

5.4 Engagement de liquidité de l'Initiateur relatif aux actions gratuites

Le conseil d'administration d'EVOLIS a procédé le 1^{er} juin 2017 à une attribution gratuite de 9.500 actions au profit de trois salariés dont :

- 1.500 ont été définitivement attribuées et sont en période de conservation jusqu'au 2 juin 2020 (ci-après les « Actions gratuites 1 ») ;
- 8.000 ont été définitivement attribuées et sont en période de conservation jusqu'au 19 novembre 2019 (ci-après les « Actions gratuites 2 »).

Les Actions gratuites 1 et 2 ne pouvant être apportées à l'Offre sans remise en cause du régime fiscal et social qui leur est attaché, car leur période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, l'Initiateur a conclu avec les bénéficiaires des Actions gratuites, sous condition de mise en œuvre du retrait obligatoire, un engagement de liquidité.

Cet engagement repose sur des promesses unilatérales croisées d'achat et de vente dont les périodes d'exercice successives débiteront à l'expiration de la période de conservation.

Le prix d'exercice des promesses relatives aux Actions gratuites 2 correspond au Prix d'offre.

Le prix d'exercice des promesses relatives aux Actions gratuites 1 est obtenu à partir du calcul suivant :

- le multiple correspondant au rapport entre la valeur des fonds propres ressortant du Prix d'offre et la moyenne des résultats nets part du groupe sur les trois derniers exercices clos à la date de l'Offre (soit 2016, 2017 et 2018) ;
- est multiplié par la moyenne des résultats nets part du groupe des trois derniers exercices clos à la date de fin de la période de conservation (soit 2017, 2018 et 2019) ;
- et est divisé par le nombre d'actions existant au jour du calcul du prix d'exercice des promesses.

Nous observons que :

- la valeur des promesses croisées entre le bénéficiaire des Actions gratuites et l'Initiateur est sensiblement équivalente ;
- le calcul du prix d'exercice des Actions gratuites 1 et 2 répond à des principes similaires ;

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

En effet, si on applique dans la formule de calcul des Actions gratuites 1 les résultats nets part du groupe des trois derniers exercices clos à la date de fin de conservation des Actions gratuites 2, celle-ci aboutirait au Prix d'offre.

- Le calcul du prix d'exercice des Actions gratuites 1 sur les trois derniers résultats connus à la date de la fin de leur période de conservation expose leur bénéficiaire à un aléa concernant l'évolution des résultats d'EVOLIS.

Par conséquent, le prix d'exercice des promesses de vente croisées résultant des engagements de liquidité n'offre donc aucun avantage aux titulaires des actions gratuites.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

6. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement présentateur

Le Crédit Industriel et Commercial (CIC, « l'Etablissement présentateur ») a préparé les éléments d'appréciation du Prix d'offre. La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans le tableau ci-dessous :

Tableau 21. Comparaison des résultats des travaux d'évaluation

	Etb présentateur			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
DCF	24,7	26,2	27,8	24,2	25,3	26,6
Cours de bourse - spot		24,4			24,4	
Cours de bourse - 1 mois / 20 jours		23,5		23,1	23,5	24,5
Cours de bourse - 3 mois / 60 jours		23,0		20,6	23,0	24,5
Cours de bourse - 6 mois / 120 jours		22,2		18,5	22,4	24,5
Cours de bourse - 12 mois / 250 jours		23,9		18,5	23,7	38,9
A titre secondaire						
Comparables boursiers	24,3	28,2	32,0	28,3		29,3
Transactions comparables				18,5		20,5

6.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les méthodes et références retenues par l'Etablissement présentateur à l'exception du fait que nous avons mis en œuvre la méthode des transactions comparables, à titre secondaire.

6.2 Mise en œuvre des méthodes et référence

6.2.1 Référence au cours de bourse

Nous observons de légères différences dans les cours moyens pondérés par les volumes. Elles résultent du fait que nos calculs sont effectués sur des périodes se comptant en nombre de jours de bourse tandis que celles de l'Etablissement présentateur se compte en mois.

6.2.2 Méthode des DCF

Le tableau ci-dessous synthétise les écarts entre la valeur centrale, par action EVOLIS, que nous obtenons et la valeur centrale obtenue par l'Etablissement présentateur dans la mise en œuvre de la méthode des DCF.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Tableau 22. Analyse des écarts entre la valeur centrale obtenue dans la méthode des DCF par l'Expert indépendant et par l'Etablissement présentateur

	En €
Expert indépendant	25,3
Taux actualisation	1,3
Taux croissance LT	0,6
Flux et valeur terminale	-1,2
Ajustement VE et nb titres	0,1
Etablissement présentateur	26,2

Ces écarts appellent les commentaires suivants :

- Nous avons retenu un taux d'actualisation légèrement supérieur à celui de l'Etablissement présentateur (10,7% à comparer à 10,2% soit +0,5%) conduisant à un écart de 1,3€ par action. Notre taux d'actualisation est plus élevé car nous appliquons une prime de taille de 3,48% dans le calcul du taux des fonds propres. Cet écart est toutefois amoindri par le fait que nous retenons un taux sans risque plus faible (-0,31% à comparer à +0,59%), une prime de risque de marché moins élevée (7,9% à comparer à 9,2%) et un taux moyen pondéré du capital tandis que l'Etablissement présentateur a retenu un taux sur fonds propres.
- Nous avons retenu un taux de croissance à long terme inférieur à celui de l'Etablissement présentateur (1,5% à comparer à 2,0%, soit -0,5%) conduisant à un écart de 0,6€ par action. Notre taux de croissance à long terme est basé sur des prévisions de taux d'inflation contemporaines aux paramètres de marché que nous retenons.
- Nous avons relevé quelques différences dans les hypothèses retenues pour la construction des flux de trésorerie et de la valeur terminale (taux d'imposition, ratio besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires, investissement net à long terme...) qui représentent globalement un écart de 1,2€ par action.
- Les éléments pris en compte pour le calcul de l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres et le nombre d'actions retenu conduit à un très léger écart de 0,1€ par action.

6.2.3 Méthode des comparables boursiers

Nous avons mis en œuvre la méthode des comparables boursiers de manière relativement différente de l'Etablissement présentateur.

Tout d'abord, la composition de notre échantillon est éloignée car nous n'avons retenu que deux valeurs (ASSA ABLOY et ZEBRA Technologies) tandis que l'Etablissement présentateur a fait le choix de retenir un échantillon plus large.

Ensuite, nous avons appliqué une décote sur les multiples calculés afin de tenir compte de la différence de taille entre EVOLIS et les sociétés de notre échantillon, ce que l'Etablissement présentateur n'a pas fait.

En outre, nous n'avons retenu que le multiple d'EBIT alors que l'Etablissement présentateur a également retenu le multiple de résultat net (ou PER). L'application du PER ne nous paraît pas pertinente car il ne permet pas de tenir compte des différences de structure financière entre la société à évaluer et les comparables.

Enfin, nos calculs de multiples ont été effectués à la date du 26 août 2019 tandis que l'Etablissement présentateur a retenu la date d'annonce de l'Offre, le 18 juin 2019.

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

7. Conclusion

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par CEDYS & Co sur les actions d'EVOLIS au prix unitaire de 30,0€, pouvant être suivie d'un retrait obligatoire.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- Le Prix d'offre fait apparaître une prime de 23% par rapport au cours le jour précédant l'annonce de l'Offre et comprise entre 26% et 34% par rapport aux moyennes de cours calculées sur 20, 60, 120 et 250 jours.
- Le Prix d'offre est inférieur aux cours les plus hauts observés sur un horizon de 250 jours. Toutefois, ces plus hauts reflétaient une trop forte extrapolation des performances passées d'EVOLIS dans le futur à laquelle le marché a mis fin, à la suite de la publication du chiffre d'affaires et du résultat du 1^{er} semestre 2018 d'EVOLIS.
- Le Prix d'offre fait ressortir une prime de 19% par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode des DCF. Le Prix d'offre fait encore apparaître une légère prime de 2% si on modifiait les prévisions retenues pour considérer qu'EVOLIS serait en mesure de retrouver son niveau de marge d'exploitation historique.
- Le Prix d'offre fait également apparaître une prime par rapport aux méthodes considérées à titre secondaire : entre 2% et 6% par rapport aux valeurs résultant de la méthode des comparables boursiers et entre 46% et 62% par rapport aux valeurs résultant de la méthode des transactions comparables.
- Selon notre analyse, les accords connexes relevés dans la documentation juridique ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 30,0€ est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires.

Cet avis s'applique dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée ainsi qu'en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

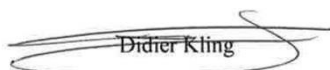
Fait à Paris, le 29 août 2019

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil



Teddy Guérineau



Didier Kling

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Annexe unique : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d'apports et de fusions,
- Expertise judiciaire et
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling et ses associés dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Didier KLING (Président) et Teddy GUERINEAU (Associé) ont été assistés par deux analystes du cabinet.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Guy JACQUOT, expert près de la Cour d'appel de Paris et président de la Compagnie Nationale des Experts Judiciaires en Finance et Diagnostic.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a effectué ;

- Au mois de janvier 2019 une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société BOUYGUES TELECOM sur les titres de la société KEYYO.
- A mois de juin 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de retrait, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société REOF Holding S.à r.l. sur les actions et les obligations convertibles de la société OFFICIS Properties.

Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, son Président, ses associés et ses collaborateurs n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006, en particulier, ils :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société EVOLIS au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil au titre de la présente mission est compris entre 55.000 euros et 65.000 euros hors taxes. Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel
- Prise de connaissance des notes des analystes suivant la Société
- Analyse des données financières de la Société :
 - ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi
 - ✓ Analyse des données financières historiques
 - ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation
- Détermination des données structurant l'évaluation : nombre de titres retenu, ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter
- Référence au cours de bourse :
 - ✓ Analyse de la liquidité du titre et des principaux événements ayant affecté le cours de bourse
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse
- Méthodes analogiques :
 - ✓ Construction de l'échantillon de comparables
 - ✓ Détermination des multiples des comparables
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application de la méthode
 - ✓ Evaluation de la Société par application des multiples retenus
- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs :
 - ✓ Analyse du plan d'affaires de la Société
 - ✓ Analyse des paramètres de calcul de la valeur terminale
 - ✓ Détermination du taux d'actualisation
 - ✓ Analyse de la sensibilité des résultats de la méthode
- Analyse critique des travaux de l'Etablissement présentateur

Elaboration du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport
- Revue indépendante
- Obtention d'une lettre d'affirmation de la Société

Calendrier de l'étude

M. Emmanuel PICOT a signé la lettre de mission relative à la mission d'expertise indépendante du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil le 3 mai 2019.

Le Conseil d'administration d'EVOLIS a confirmé la désignation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil en qualité d'expert indépendant lors de sa séance en date du 13 mai 2019.

Notre mission s'est déroulée du 3 mai 2019 au 29 août 2019, date à laquelle nous avons remis notre rapport et présenté nos conclusions au conseil d'administration d'EVOLIS.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

EVOLIS :

- M. Emmanuel PICOT : Président
- Mme Cécile BELANGER : Vice-présidente
- M. Christian LEFORT : Directeur général
- M. Jean-Louis LAHAYE : Directeur financier

CEDYS & Co :

- M. Emmanuel PICOT
- Mme Cécile BELANGER

Crédit Industriel et Commercial (CIC) :

- M. Pierre GERVAL : Directeur – Responsable du primaire Actions – Paris
- Mme Françoise ETIENNE : Directeur de la Recherche Corporate

FIDAL :

- Mme Stéphanie de ROBERT HAUTEQUERE : avocat associé
- M. Mickaël ATRAIT : directeur de bureau
- Mme Audrey VIROS : responsable de mission

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentations juridiques

- Procès-verbaux du Conseil d'administration et de l'Assemblée générale de 2017 à 2019
- Statuts de la société CEDYS & Co
- Rapport du commissaire aux apports chargé d'apprécier l'apport de titres EVOLIS à CEDYS & Co
- Pacte d'associés de CEDYS & Co
- Termes et conditions du financement mis en place par CEDYS & Co
- Engagements de liquidité portant sur des titres EVOLIS
- Projet de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF

Documentations comptables et financières

- Rapports financiers annuels (2014 à 2018)
- Communiqués financiers de la Société de 2014 à 2019

EVOLIS – Rapport de l'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
– août 2019

- Plan d'affaires 2019-2026
- Note d'analystes financiers sur EVOLIS et les sociétés comparables cotées
- Rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur

Bases de données

- Bloomberg
- Thomson Reuters EIKON
- Epsilon Research