

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE EVERGREEN SA
(ANCIENNEMENT DENOMMEE DIGIGRAM)



INITIEE PAR EVERGREEN SAS



NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE EVERGREEN SA
(ANCIENNEMENT DENOMMEE DIGIGRAM)



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 20-368 en date du 21 juillet 2020 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Evergreen SA (anciennement dénommée Digigram) et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni de l'authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et du groupe Evergreen (<http://evergreen-holding.com>) et peut être obtenu sans frais au siège social d'Evergreen SA.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Evergreen SA feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Un communiqué sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1	DESCRIPTION DE L'OFFRE	4
1.2	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
1.2.1	<i>Acquisition de Blocs</i>	4
1.2.2	<i>Répartition du capital et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition de Blocs</i>	5
1.2.3	<i>Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition de Blocs</i>	6
1.2.4	<i>Cession de Digigram Digital</i>	6
1.2.5	<i>Gouvernance de la Société</i>	6
1.2.6	<i>Déclarations de franchissements de seuils</i>	7
1.2.7	<i>Expert Indépendant</i>	7
1.2.8	<i>Data room</i>	7
1.3	MOTIFS DE L'OFFRE	7
1.4	PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	8
1.4.1	<i>Termes de l'Offre</i>	8
1.4.2	<i>Nombre et nature des titres visés par l'Offre</i>	8
1.4.3	<i>Modalités de l'Offre</i>	8
1.4.4	<i>Absence de retrait obligatoire</i>	9
1.5	PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE	9
1.6	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	10
1.7	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER	11
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	11
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	13
4.	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	13
5.	AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL	13
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	13
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	16
8.	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	16
8.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE	16
8.2	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233- 11 DU CODE DE COMMERCE	16
8.3	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE	16
8.4	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	17
8.5	MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	17
8.6	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	17
8.7	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE	17
8.7.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration</i>	17
8.7.2	<i>Règles applicables à la modification des statuts de la Société</i>	17
8.8	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS	17
8.9	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE ETANT MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE	19
8.10	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES PRINCIPAUX SALARIES DE LA SOCIETE EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	19

9.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	19
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	20
	ANNEXE RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	21

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

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Evergreen SAS, société par actions simplifiée au capital de 18.622.162 euros, dont le siège social est situé 11, rue de Mogador – 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 798 056 842 R.C.S. Paris (l'« **Initiateur** » ou « **Evergreen Holding**¹ »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Evergreen SA (anciennement dénommée Digigram), société anonyme au capital de 1.050.000 euros, dont le siège social est situé 6, Square de l'Opéra Louis Jovet – 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 332 525 401 R.C.S. Paris (« **Evergreen SA** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions de la Société au prix unitaire de 1,03 euro (le « **Prix de l'Offre** »), payable exclusivement en numéraire, dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** »).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment C) sous le code ISIN : FR0000035784.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 10 mars 2020, d'un nombre total de 1.143.052 actions de la Société au prix de 1,025 euro par action par voie d'acquisition de blocs d'actions hors marché auprès de plusieurs actionnaires de la Société (l'« **Acquisition de Blocs** »), étant précisé que l'Initiateur ne détenait aucune action de la Société avant l'Acquisition de Blocs.

Dans ce contexte, l'Initiateur a déposé le 23 juin 2020 auprès de l'AMF un projet d'Offre et un projet de note d'information. Le même jour, la Société a déposé un projet de note en réponse, comprenant l'avis motivé de son Conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant.

A la date de la présente note en réponse, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, 1.143.052 actions de la Société représentant 54,43% du capital et 53,90% des droits de vote théoriques de la Société².

L'Initiateur a indiqué ne pas agir de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

Dans la mesure où, suite à l'Acquisition de Blocs, l'Initiateur détient une fraction du capital et des droits de vote de la Société supérieure à 30%, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, soit 2.100.000 actions émises de la Société, à l'exclusion des 80.015 actions auto-détenues par la Société et des 1.143.052 actions déjà détenues par l'Initiateur en conséquence de l'Acquisition de Blocs, soit sur un nombre total de 876.933 actions de la Société.

Il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société à la date de la présente note en réponse.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation, dans les conditions décrites dans la note d'information établie par l'Initiateur visée par l'AMF le 21 juillet 2020 sous le visa n° 20-367 en application de la décision de conformité du même jour (la « **Note d'Information** »).

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

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Acquisition de Blocs

Evergreen Holding, la Société et Safe and Sound Group, société par actions simplifiée au capital de 501.000 euros dont le siège social est situé Chemin de la Perrière – 38570 La Pierre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 830 399 804 R.C.S. Grenoble (« **Safe and Sound** »), sont entrées en négociations exclusives le 2 décembre 2019 en vue de l'acquisition par Evergreen Holding d'un ou plusieurs blocs d'actions de la Société et du dépôt par Evergreen Holding d'un projet d'offre publique d'achat en numéraire portant sur le solde des actions de la Société.

¹ « Evergreen Holding » est le nom commercial d'Evergreen SAS.

² Sur la base d'un capital composé de 2.100.000 actions représentant 2.120.836 droits de vote, le nombre total de droits de vote étant, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

Le 13 décembre 2019, la Société a demandé à Euronext la suspension du cours de ses actions dans l'attente de la publication d'un communiqué relatif à une opération.

Le 11 février 2020, Evergreen Holding a conclu avec Safe and Sound et d'autres actionnaires de la Société (ensemble et tels que listés ci-après, les « **Actionnaires Cédants** ») plusieurs contrats d'acquisition d'actions de la Société sous conditions suspensives, portant sur un nombre total de 1.143.052 actions de la Société au prix de 1,025 euro par action.

Dans un communiqué relatif au projet d'Acquisition de Blocs publié le même jour conjointement par la Société et Evergreen Holding, l'Initiateur a annoncé son intention de procéder au dépôt d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée. L'annonce des caractéristiques du projet d'Offre a marqué l'ouverture de la période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis émis par l'AMF le 12 février 2020 (avis n° 220C0570).

Le 10 mars 2020, faisant suite à la réalisation des conditions suspensives prévues aux termes des contrats d'acquisition d'actions de la Société, l'Initiateur a acquis un nombre total de 1.143.052 actions de la Société au prix de 1,025 euro par action, soit un prix total de 1.171.628,30 euros, auprès des Actionnaires Cédants dont les détentions étaient les suivantes :

Actionnaires Cédants	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote*
Safe and Sound	622.747	29,65%	622.747	28,49%
Isabelle Cottray	107.440	5,12%	107.440	4,92%
Pierre Bourdonnay	101.000	4,81%	166.000	7,59%
Françoise Quiry	90.000	4,29%	90.000	4,12%
Johannes Rietschel	77.807	3,71%	77.807	3,56%
David Benech	50.970	2,43%	50.970	2,33%
Pascal Quiry	50.156	2,39%	50.156	2,29%
G.Y.D SCA**	27.932	1,33%	27.932	1,28%
Jacques Yvrai	9.600	0,46%	9.600	0,44%
Le Pont SARL**	5.400	0,26%	5.400	0,25%
Total	1.143.052	54,43%	1.208.052	55,27%

* Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF

** Sociétés contrôlées par Monsieur Jacques Yvrai

Il est précisé qu'aucun complément de prix n'a été prévu au bénéfice des Actionnaires Cédants dans le cadre de l'Acquisition de Blocs.

L'Initiateur a indiqué n'avoir acquis, directement ou indirectement, aucune autre action de la Société que celles acquises dans le cadre de l'Acquisition de Blocs au cours des douze (12) mois précédant la date de l'Acquisition de Blocs, soit le 10 mars 2020.

1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition de Blocs

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition de Blocs, soit au 9 mars 2020 (sur la base d'un nombre total de 2.100.000 actions représentant un nombre total de 2.185.836 de droits de vote théoriques) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote*
Safe and Sound	622.747	29,65%	622.747	28,49%
Alto Invest	192.118	9,15%	192.118	8,79%
Isabelle Cottray	107.440	5,12%	107.440	4,92%
Pierre Bourdonnay	101.000	4,81%	166.000	7,59%

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote*
Françoise Quiry	90.000	4,29%	90.000	4,12%
Johannes Rietschel	77.807	3,71%	77.807	3,56%
David Benech	50.970	2,43%	50.970	2,33%
Pascal Quiry	50.156	2,39%	50.156	2,29%
G.Y.D SCA**	27.932	1,33%	27.932	1,28%
Jacques Yvrai	9.600	0,46%	9.600	0,44%
Le Pont SARL**	5.400	0,26%	5.400	0,25%
Public	684.815	32,61%	705.651	32,28%
Auto-détention	80.015	3,81%	80.015	3,66%
Total	2.100.000	100,00%	2.185.836	100,00%

* Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF

** Sociétés contrôlées par Monsieur Jacques Yvrai

1.2.3 Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition de Blocs

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société immédiatement à la suite de l'Acquisition de Blocs intervenue le 10 mars 2020 (sur la base d'un nombre total de 2.100.000 actions représentant un nombre total de 2.120.836 de droits de vote théoriques) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote*
Initiateur	1.143.052	54,43%	1.143.052	53,90%
Alto Invest	192.118	9,15%	192.118	9,06%
Public	684.815	32,61%	705.651	33,27%
Auto-détention	80.015	3,81%	80.015	3,77%
Total	2.100.000	100,00%	2.120.836	100,00%

* Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF

1.2.4 Cession de Digigram Digital

Préalablement à la réalisation de l'Acquisition de Blocs, et à titre de condition suspensive de cette dernière, la Société a cédé le 10 mars 2020 l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital, qui portait l'ensemble de l'activité opérationnelle du groupe Digigram depuis le 1^{er} juillet 2019, Safe and Sound et un pool d'investisseurs composé de Messieurs David Benech, Pierre Bourdonnay, Jacques Yvrai et Pascal Quiry pour un prix global de 954.291 euros. Il est précisé qu'aucun complément de prix n'a été prévu dans le cadre de cette cession.

La cession de Digigram Digital a fait l'objet d'une autorisation préalable du Conseil d'administration de la Société en date du 4 février 2020, conformément à la procédure des conventions réglementées prévue aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, et d'une expertise réalisée par le cabinet Salustro & Associés.

1.2.5 Gouvernance de la Société

En conséquence du changement de contrôle de la Société intervenu le 10 mars 2020 au résultat de l'Acquisition de Blocs, tous les membres du Conseil d'administration de la Société ont progressivement démissionné de leurs fonctions d'administrateurs, à l'exception de Monsieur Philippe Badaroux, administrateur indépendant au sens du Code de gouvernement d'entreprise Middennext.

Le 10 mars 2020, Madame Christine Vigneron et Monsieur Samuel Moreau ont été désignés administrateurs de la Société par le Conseil d'administration, par voie de cooptation, en remplacement respectivement de Madame Catherine Tranchier et de Monsieur Eric Le Bihan, administrateurs démissionnaires, pour la durée restant

à courir des mandats de ces derniers. Monsieur Samuel Moreau exerce en outre les fonctions de Président du Conseil d'administration depuis cette date.

Les sièges laissés vacants par Madame Florence Marchal et Monsieur Jérémie Weber, également démissionnaires, n'ont pas été pourvus.

Monsieur Jérémie Weber a conservé des fonctions de Directeur Général de la Société du 10 mars 2020 au 15 avril 2020, aux côtés de Monsieur Jacques Pierrelée, Directeur Général Délégué. Ce dernier a été désigné Directeur Général de la Société en remplacement de Monsieur Jérémie Weber à compter du 15 avril 2020.

1.2.6 Déclarations de franchissements de seuils

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce et aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré le 16 mars 2020 à l'AMF et à la Société avoir franchi à la hausse le 10 mars 2020, du fait de l'Acquisition de Blocs, tous les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société.

L'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter du dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF intervenu le 23 juin 2020 et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société au Prix de l'Offre, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, soit un nombre maximum de 263.079 actions de la Société correspondant à 30% du nombre d'actions visées par l'Offre

Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 16 mars 2020 (avis n° 220C0982).

L'Offre fait ainsi suite, conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, au franchissement à la hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital social et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 10 mars 2020, de l'Acquisition de Blocs auprès des Actionnaires Cédants.

1.2.7 Expert Indépendant

En application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société, réuni le 15 avril 2020, a désigné à l'unanimité Associés en Finance en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, sous réserve de la non opposition de l'AMF. L'AMF ne s'étant pas opposée à cette désignation, celle-ci a pris effet le 28 avril 2020.

Le 22 juin 2020, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration de la Société a considéré que l'Offre est dans l'intérêt de la Société et de ses actionnaires et a émis un avis motivé en ce sens, recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

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

1.2.8 Data room

En vue de la préparation de l'Acquisition de Blocs et de l'Offre, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations concernant la Société dans le cadre d'une procédure dite de *data room*. Il est précisé que les informations qui lui ont été communiquées par la Société l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de *data room* figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (DOC-2016-08).

L'Initiateur n'a pas eu connaissance, dans le cadre de cette procédure de *data room*, d'informations susceptibles de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n° 596/2016 du parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aient pas été rendues publiques par la Société avant l'Acquisition de Blocs.

1.3 Motifs de l'Offre

A la date de la présente note en réponse, la Société ne détient plus aucune activité opérationnelle.

L'Initiateur a souhaité acquérir le contrôle d'une société « coquille » sans activité cotée sur Euronext Paris, telle que la Société, afin d'en faire un véhicule qui pourra saisir les opportunités d'investissement qui se présenteront et d'assurer la croissance et le développement de la Société et plus largement des participations détenues par Evergreen Holding.

L'Offre et l'Acquisition de Blocs s'inscrivent comme les deux premières étapes du projet plus global de l'Initiateur de procéder à un rapprochement de son activité d'investissement dans le secteur de la transition écologique avec la Société, par voie de fusion-absorption de l'Initiateur par la Société.

L'Initiateur a en effet indiqué son intention de réorganiser ses participations en procédant à un détournement (« *carve out* ») de son activité réglementée d'investissement pour compte de tiers, exercée par ses filiales Aqua Asset Management et Marignan Conseil, avant de procéder à une fusion avec la Société.

Au résultat de ces opérations, la Société changera d'activité afin d'exercer une activité de société *holding* et détiendra toutes les participations de l'Initiateur dans le domaine de la transition écologique.

L'opération de fusion-absorption, soumise à l'approbation des actionnaires de la Société ainsi qu'à celle des associés de l'Initiateur, sera également soumise à l'examen de l'AMF.

L'Initiateur a indiqué dans la Note d'Information qu'il demandera à l'AMF, préalablement à la réalisation de la fusion et au changement de l'activité de la Société, de bien vouloir confirmer qu'il ne sera pas tenu à cette occasion de procéder au dépôt d'une offre publique de retrait sur le fondement de l'article 236-6, 2° du règlement général de l'AMF.

1.4 Principales caractéristiques de l'Offre

1.4.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, ODDO BHF SCA, établissement présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 23 juin 2020 le projet d'Offre.

Dans le cadre de cette Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir toutes les actions la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix unitaire de 1,03 euro, payable exclusivement en numéraire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation. Elle ne sera pas suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

ODDO BHF SCA, en tant qu'établissement présentateur, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.4.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date de la présente note en réponse, l'Initiateur détient 1.143.052 actions de la Société, représentant 54,43% de son capital et 53,90% de ses droits de vote théoriques. La Société détient par ailleurs 80.015 actions en auto-détention.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de la Note d'Information, à l'exception des 80.015 actions auto-détenues par la Société, soit sur un nombre total de 876.933 actions de la Société.

Il n'existe aucun autre titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit émis par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci.

1.4.3 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 23 juin 2020. Concomitamment, la Société a déposé un projet de note en réponse auprès de l'AMF. Un avis de dépôt n° 220C2094 a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et du groupe Evergreen (<http://evergreen-holding.com>) et peut être obtenu sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse a été diffusé par la Société.

L'AMF a publié sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site du groupe Evergreen (<http://evergreen-holding.com>) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents pourront également être obtenus sans frais au siège social de la Société.

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

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

1.4.4 Absence de retrait obligatoire

L'Initiateur souhaite maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment C) à l'issue de l'Offre.

Il ne compte donc pas utiliser la faculté, offerte par l'article 237-1 règlement général de l'AMF, de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois (3) mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

1.5 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à son règlement général. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur a indiqué qu'il se réserve le droit d'écarter, à sa seule discrétion, toutes les actions de la Société apportées à l'Offre qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société pourront participer à l'Offre en apportant leurs actions Evergreen SA conformément aux procédures suivantes :

- Les actions Evergreen SA détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les actions Evergreen SA sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront demander à leurs intermédiaires financiers teneurs de comptes la conversion de leurs actions au porteur dès que possible et en tout état de cause avant l'apport à l'Offre. Ils perdront alors les avantages attachés à la forme nominative pour celles des actions converties au porteur.
- Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites sur un compte tenu par un intermédiaire financier (courtier, banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur, ODDO BHF SCA, agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur. Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront céder leurs actions sur le marché et le règlement-livraison s'effectuera au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation suivant chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Le transfert de propriété des actions Evergreen SA apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Les ordres de présentation des actions Evergreen SA à l'Offre seront irrévocables.

1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif :

Date	Principales étapes de l'Offre
23 juin 2020	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et du groupe Evergreen du projet de note d'information
	Diffusion du communiqué normé de l'Initiateur relatif au dépôt du projet de note d'information
	Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'Expert Indépendant)
	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites de l'AMF et de la Société du projet de note en réponse
	Diffusion du communiqué normé de la Société relatif au dépôt du projet de note en réponse
21 juillet 2020	Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société
	Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et d'ODDO BHF SCA et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et du groupe Evergreen de la note d'information de l'Initiateur visée
	Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites de l'AMF et de la Société de la note en réponse de la Société visée
	Dépôt auprès de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de l'Initiateur
	Dépôt auprès de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de la Société
22 juillet 2020	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et du groupe Evergreen du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de l'Initiateur
	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de la Société
	Diffusion des communiqués normés par l'Initiateur et la Société
	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre
	Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
23 juillet 2020	Ouverture de l'Offre
5 août 2020	Clôture de l'Offre
6 août 2020	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre

1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des valeurs mobilières ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation serait illégale. L'Offre n'a fait ni ne fera l'objet d'aucune formalité ni d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Les titulaires d'actions Evergreen SA situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que si le droit local auquel ils sont soumis le permet.

La diffusion du présent document et de tout autre document relatif à l'Offre, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions Evergreen SA peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de telles restrictions.

Les personnes en possession du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Notamment concernant les Etats-Unis d'Amérique, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique, ou par l'utilisation de services postaux ou de tout autre moyen de communication ou instrument (y compris par fax, téléphone ou courrier électronique) relatif au commerce entre états des Etats-Unis d'Amérique ou entre autres états, ou au moyen d'une bourse de valeurs ou d'un système de cotation des Etats-Unis d'Amérique ou à des personnes ayant leur résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou « *US persons* » (au sens du *Règlement S* pris en vertu de l'*U.S Securities Act* de 1933, tel que modifié). Aucune acceptation de l'Offre ne peut provenir des Etats-Unis d'Amérique. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulte d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

L'objet de la présente note en réponse est limité à l'Offre et aucun exemplaire ou copie de la présente note en réponse et aucun autre document relatif à l'Offre ou à la présente note en réponse ne peut être adressé, communiqué, diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis d'Amérique que dans les conditions permises par les lois et règlements des Etats-Unis d'Amérique.

Tout actionnaire de la Société qui apportera ses actions Evergreen SA à l'Offre sera considéré comme déclarant (i) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou « *US person* » (au sens du *Règlement S* du *U.S. Securities Act* de 1933, tel que modifié) ou un agent ou mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ces instructions en dehors des Etats-Unis d'Amérique, (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis d'Amérique une copie de la présente note en réponse, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les Etats-Unis d'Amérique et (iii) qu'il n'a ni accepté l'Offre ni délivré d'ordre d'apport d'actions Evergreen SA depuis les Etats-Unis d'Amérique. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation des restrictions et déclarations ci-dessus serait réputée nulle. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par « Etats-Unis d'Amérique » : les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces états et le district de Columbia.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 22 juin 2020, sur convocation de son Président, Monsieur Samuel Moreau, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société et ses actionnaires.

Les trois membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents lors de cette séance, à savoir Monsieur Samuel Moreau, Monsieur Philippe Badaroux, et Madame Christine Vigneron, et ont rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant sur l'Offre :

« *Après avoir pris connaissance des documents relatifs à l'Offre qui lui ont été communiqués ainsi que des éléments complémentaires figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration constate à l'unanimité que :*

- la Société n'employant aucun salarié à ce jour, l'Offre n'aura aucune incidence sur l'emploi ;
- le Prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation présentés dans les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparée par ODDO BHF en qualité d'établissement présentateur de l'Offre et reproduite dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
- le rapport de l'Expert Indépendant indique que le Prix de l'Offre fait apparaître :
 - o une prime de +0,5% par rapport au prix de l'Acquisition de Blocs de 1,025 € par action réalisée le 10 mars 2020, retenu à titre principal ;
 - o une prime de +381,6% par rapport à l'ANR par action au 29 mai 2020, estimé à partir de l'ANC au 10 mars 2020 ayant fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes, retenu à titre principal ;
 - o une prime de +320,8% par rapport à l'ANC au 10 mars 2020 ayant fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes, retenu à titre indicatif ;
 - o une prime de +68,9% par rapport au cours de clôture de l'action au 13 décembre 2019, dernier jour de cotation avant la suspension du cours de la Société, et des primes respectives de +63,4%, +53,5%, 45,1% et +34,8% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois à cette même date, retenus à titre indicatif ;
 - o une prime de +27,5% par rapport aux transactions comparables réalisés sur des « coquilles vides » cotées dépourvues d'activités opérationnelles et d'actifs majeurs, retenues à titre indicatif ;
- le rapport de l'Expert Indépendant conclut que les termes et conditions de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires.

Le Conseil d'administration note par ailleurs que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le projet de note d'information, sont les suivantes :

- l'Offre et l'Acquisition de Blocs s'inscrivent comme les deux premières étapes du projet plus global de l'Initiateur de procéder à un rapprochement de son activité d'investissement dans le secteur de la transition écologique avec la Société, par voie de fusion-absorption de l'Initiateur par la Société. Au résultat de ces opérations, la Société changera d'activité afin d'exercer une activité de société holding et détiendra toutes les participations de l'Initiateur dans le domaine de la transition écologique ;
- l'Initiateur ne compte pas demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et souhaite maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris ; et
- l'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en place une politique de distribution de dividendes tant que la Société n'exercera aucune activité.

Après échange de vues sur le projet d'Offre, la documentation boursière et le rapport de l'Expert Indépendant, 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 :

- de la Société, en ce que le renforcement de la détention capitalistique de l'Initiateur permettra à la Société de se développer et de constituer, postérieurement à sa fusion avec l'Initiateur, un groupe de premier plan dans le secteur de la transition énergétique ; et
- des actionnaires de la Société, car ces derniers bénéficieront, s'ils le souhaitent, d'une opportunité de liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par action représentant une prime de 68,9% sur le cours de clôture de la Société du 13 décembre 2019 (dernier jour de négociation précédant la suspension du cours de bourse de la Société), étant précisé que compte tenu de l'absence de retrait obligatoire, ils bénéficieront également de la possibilité de conserver tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent afin de participer au projet porté par l'Initiateur ;

décide à l'unanimité, en conséquence de ce qui précède, de recommander à ceux des actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs actions à l'Offre ;

approuve à l'unanimité le projet de note en réponse de la Société, le projet de document « Autres Informations » de la Société ainsi que le projet de communiqué normé relatif au dépôt du projet de note en réponse ; et

donne tous pouvoirs au Directeur Général de la Société, avec faculté de délégation, à l'effet de (i) finaliser, signer et déposer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document « Autres informations » de la Société, (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation).

Par ailleurs, le Conseil d'administration **prend acte à l'unanimité** du fait que les 80.015 actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et **confirme à l'unanimité**, en tant que de besoin, qu'il ne souhaite pas les apporter à l'Offre.

Enfin, le Président rappelle que les membres du Conseil d'administration détiennent des actions de la Société dans les proportions suivantes :

- Monsieur Philippe Badaroux détient 21.000 actions de la Société ;
- Monsieur Samuel Moreau détient 1 action de la Société en vertu d'un contrat de prêt conclu avec l'Initiateur ;
et
- Madame Christine Vigneron détient 1 action de la Société en vertu d'un contrat de prêt conclu avec l'Initiateur.

Compte tenu de la fin de ses fonctions d'administrateur à l'issue de l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société se tenant le 23 juin 2020, Monsieur Philippe Badaroux a fait part de son intention d'apporter l'intégralité de ses actions à l'Offre.

Monsieur Samuel Moreau et Madame Christine Vigneron détenant chacun une action de la Société conformément aux obligations statutaires applicables, ils ne sont pas autorisés à apporter leur action à l'Offre. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'administration détiennent des actions de la Société dans les proportions suivantes :

- Monsieur Philippe Badaroux détient 21.000 actions de la Société ;
- Monsieur Samuel Moreau détient 1 action de la Société en vertu d'un contrat de prêt conclu avec Evergreen Holding ; et
- Madame Christine Vigneron détient 1 action de la Société en vertu d'un contrat de prêt conclu avec Evergreen Holding.

Compte tenu de la fin de ses fonctions d'administrateur à l'issue de l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société se tenant le 23 juin 2020, Monsieur Philippe Badaroux a fait part de son intention d'apporter l'intégralité de ses actions à l'Offre.

Monsieur Samuel Moreau et Madame Christine Vigneron détenant chacun une action de la Société conformément aux obligations statutaires applicables, ils ne sont pas autorisés à apporter leur action à l'Offre.

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

À la date de la présente note en réponse, la Société détient 80.015 actions, qui ne sont pas visées par l'Offre.

5. AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL

Non applicable.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société, réuni le 15 avril 2020, a désigné à l'unanimité Associés en Finance en qualité d'Expert Indépendant, conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, sous réserve de la non opposition de l'AMF. L'AMF ne s'étant pas opposée à cette désignation, celle-ci a pris effet le 28 avril 2020.

Les conclusions de ce rapport, tel que mis à jour le 2 juillet 2020 et intégralement reproduit en Annexe de la présente note en réponse, sont les suivantes :

« Le 10 mars 2020, suite à la Cession par Digigram de l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital et à la levée des autres conditions suspensives, Digigram a informé ses actionnaires qu'Evergreen a acquis 1 143 052 actions représentant 54,43% du capital de Digigram, pour un prix de 1 171 628,30 €, soit 1,025 € par action. Evergreen s'est engagé à initier une d'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le solde des actions composant le capital social de Digigram, soit 876 933 actions après déduction des 80 015 actions auto-détenues par la Société.

Le 15 avril 2020, le Conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. En application de l'article 261-1-1 I et III du Règlement Général, l'Autorité des Marchés Financiers, dans sa séance du 28 avril 2020, ne s'est pas opposée à cette désignation. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait du contrôle préalable de Digigram par Evergreen (article 261-1 I, 1° du RG), et du fait de la Cession de 100% des actions Digigram Digital par Digigram à un Pool d'Investisseurs dont Safe and Sound Group, représenté par M. Jérémie Weber, ex-dirigeant de Digigram, ainsi que d'autres actionnaires sortants de Digigram (article 261-1 I, 2° et 4° du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable du prix de la Cession de Digigram Digital et des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, initiée par Evergreen au Prix d'Offre de 1,03 € par action payable en numéraire, sur la totalité des actions existantes non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 80 015 Actions auto-détenues par la Société, soit un nombre maximum de 876 933 actions représentant 41,76% du capital et 42,33% des droits de vote de la Société, au prix de 1,03 € par action payable en numéraire.

L'Initiateur a indiqué son intention de ne pas demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS. Evergreen a souhaité acquérir le contrôle d'une société « coquille vide » sans activité cotée sur Euronext Paris, telle que la Société, afin d'en faire un véhicule qui pourra saisir les opportunités d'investissement qui se présenteront et d'assurer sa croissance et son développement. L'Offre et la Transaction s'inscrivent comme les deux premières étapes du projet plus global de l'Initiateur de procéder à un rapprochement avec la Société, par voie de fusion-absorption de l'Initiateur par la Société.

Afin de procéder à l'évaluation de Digigram, Associés en Finance a mis œuvre une approche de valorisation multi-critères, en étudiant la pertinence de chacune des méthodes d'évaluation usuelles en fonction de la Société et du contexte de l'Opération, dont les résultats sont synthétisés dans le Tableau 11 ci-dessous
Le Prix d'Offre de 1,03 € par action extériorise :

- Une prime de +0,5% par rapport au Prix de Transaction de 1,025 € par action résultant de l'acquisition du bloc majoritaire par Evergreen le 10 mars 2020, retenu à titre principal ;
- Une prime de +381,6% par rapport à l'ANR par action au 29 mai 2020, estimé à partir de l'ANC au 10 mars 2020 ayant fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes, retenu à titre principal ;
- Une prime de +320,8% par rapport à l'ANC au 10 mars 2020 ayant fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes, retenu à titre indicatif ;
- Une prime de +68,9% par rapport au cours de clôture de l'action au 13 décembre 2019, dernier jour de cotation avant la suspension du cours de la Société, et des primes respectives de +63,4%, +53,5%, 45,1% et +34,8% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois à cette même date, retenus à titre indicatif ;
- Une prime de +27,5% par rapport aux transactions comparables réalisés sur des « coquilles vides » cotées dépourvues d'activités opérationnelles et d'actifs majeurs, retenues à titre indicatif.

Tableau 11 : Evaluation multicritères de Digigram au 29 mai 2020 et primes extériorisées par le Prix d'Offre

		Valeur par action	Prime / Décote induite
A titre principal	Analyse des transactions récentes sur le capital	Acquisition du bloc majoritaire le 10 mars 2020 à 1,025 €	1,03 € 0,5%
	Actif Net Réévalué	Actif Net Réévalué au 10 mars 2020	0,21 € 381,6%
	ANC (à titre indicatif pour AeF)	Actif Net Comptable au 10 mars 2020	0,24 € 320,8%
A titre indicatif	Méthode des transactions comparables "coquilles vides" (à titre indicatif)	Méthode des transactions comparables sur les "coquilles vides"	0,81 € 27,5%
	Examen du cours de l'action (à titre indicatif)	Cours de clôture au 13 décembre 2019	0,61 € 68,9%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	0,63 € 63,4%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	0,67 € 53,5%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	0,71 € 45,1%
Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois		0,76 € 34,8%	

Source : Associés en Finance

La Cession de Digigram Digital ayant été réalisée auprès d'anciens actionnaires de Digigram et constituant une condition suspensive à la Transaction, au cours de laquelle ils ont cédé leurs titres Digigram, elle constitue un accord connexe entre les parties concernées par l'Opération, qui a été examiné par Associés en Finance. Pour ce faire, dans le contexte de l'évolution des conditions de marché depuis la Cession liée aux conséquences financières de l'épidémie de Covid-19, Associés en Finance a procédé à une évaluation de Digigram Digital au 29 mai 2020 selon une approche multicritère, qui confirme l'équité des conditions financières de la Cession de la Filiale pour les actionnaires de Digigram.

La Cession de Digigram Digital ne peut être dissociée de la Transaction sur le bloc majoritaire de Digigram, qui a permis au Pool d'Investisseurs de réinvestir dans la Filiale, pour tout ou partie de la valeur résultant de la Transaction. Cette possibilité offerte au Pool d'Investisseurs de réinvestir dans Digigram Digital suite la cession de leurs titres Digigram constitue un avantage par rapport aux actionnaires concernés par l'Offre, qui ne pourront réinvestir dans Digigram Digital.

Cependant, compte tenu (i) de l'équité des conditions financières de la cession de Digigram Digital, établie par le cabinet Salustro & Associés et confirmée par Associés en Finance post Covid-19, (ii) des conditions similaires de la Cession de Digigram Digital envers Safe and Sound et les autres actionnaires ayant pris part à la Cession, (iii) de la prime significative extériorisée par le Prix d'Offre par rapport à l'ANR par action de Digigram, établi à l'issue de la réalisation de la Cession et après prise en compte de l'ensemble des actifs et passifs résiduels, et (iv) de l'opportunité de liquidité que constitue l'Offre pour les actionnaires de Digigram, dans un contexte de très faible liquidité de l'action, la Cession de Digigram Digital et les accords entre les parties ne font pas apparaître d'avantage remettant en cause l'équité de l'Opération.

Le Prix d'Offre de 1,03 € par action est donc équitable pour les actionnaires minoritaires de Digigram. »

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

L'Initiateur a indiqué n'être partie à aucun accord autre que les contrats d'acquisition d'actions de la Société conclus le 11 février 2020 avec les Actionnaires Cédants.

La Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, autre que le contrat de cession conclu le 10 mars 2020 entre la Société, d'une part, et Safe and Sound et le *pool* d'investisseurs composé de Messieurs David Benech, Pierre Bourdonnay, Jacques Yvrai et Pascal Quiry, d'autre part, aux termes duquel la Société a cédé l'intégralité des actions Digigram Digital pour un prix global de 954.291 euros.

8. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital social s'élève à 1.050.000 euros, divisé en 2.100.000 actions d'une valeur nominale de 0,50 euro, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date de la présente note en réponse, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote*
Initiateur	1.143.052	54,43%	1.143.052	53,90%
Alto Invest	0	0,00%	0	0,00%
Public	876.933	41,76%	897.769	42,33%
Auto-détention	80.015	3,81%	80.015	3,77%
Total	2.100.000	100,00%	2.120.836	100,00%

* Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF

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

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

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

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

Au cours de l'exercice 2020, les actionnaires suivants ont notifié à la Société des déclarations de franchissements de seuils en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce :

- Le 13 mars 2020, Safe and Sound Group a déclaré avoir franchi à la baisse le 10 mars 2020 tous les seuils en capital et en droits de vote de 25% à 5% inclus et ne plus détenir aucune action de la Société ;
- Le 16 mars 2020, l'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse le 10 mars 2020 tous les seuils en capital et en droits de vote de 5% à 50% inclus et détenir 1.143.052 actions de la Société, représentant autant de droits de vote, soit 54,43% du capital et 53,90% des droits de vote³ de la Société ;

³ Sur la base d'un capital de 2.100.000 actions représentant 2.107.836 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF.

- Le 5 juin 2020, la société Eiffel Investment Group (ayant intégré Alto Invest SA par voie de transmission universelle de patrimoine), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 4 juin 2020, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir, pour le compte desdits fonds, aucune action de la Société.

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

Il n'existe pas de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres qu'un droit de vote double conféré, conformément aux dispositions de l'article L. 225-123 du Code de commerce, aux actions de la Société entièrement libérées détenues nominativement par un même actionnaire pendant au moins deux ans.

8.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

Néant.

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

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

Conformément à l'article 15 des statuts, la Société est administrée par un Conseil d'administration de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) au plus.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Toutefois, en cas de fusion, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

La durée des fonctions des administrateurs est de six (6) années. Par exception, et afin de permettre exclusivement la mise en œuvre et le maintien de l'échelonnement des mandats d'administrateurs, l'assemblée générale ordinaire pourra nommer un ou plusieurs administrateurs pour une durée d'une, deux, trois, quatre ou cinq années.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

8.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

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

L'assemblée générale extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires présents ou représentés ou votant par correspondance, possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée générale peut être prorogée à une date postérieure de deux (2) mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents, votant par correspondance ou représentés.

8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

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

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Chaque

administrateur reçoit les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut se faire communiquer tous les documents qu'il estime utiles.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, le Conseil d'administration dispose, à la date de la présente note en réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions, qui lui ont été conférées par les actionnaires de la Société au cours de l'Assemblée Générale Mixte du 21 juin 2018 et de l'Assemblée Générale Mixte du 28 juin 2019 :

Nature de la délégation ou de l'autorisation	Date de l'Assemblée Générale	Date d'expiration	Plafond	Utilisation au cours de l'exercice 2019	Montant résiduel au 31/12/2019
Autorisation de rachat d'actions de la Société dans le cadre d'un programme de rachat*	28/06/2019	28/12/2020	10% du capital Prix maximum de 1,50 €	Néant	10% du capital
Autorisation en vue d'annuler les actions rachetées dans le cadre du programme de rachat	21/06/2018	21/06/2020 (expirée)	10% du capital par période 24 mois	Néant	10% du capital par période de 24 mois
Délégation en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes*	21/06/2018	21/08/2020	50% du capital au jour de l'émission	Néant	50% du capital au jour de l'émission
Délégation en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS)*	21/06/2018	21/08/2020	50% du capital au jour de l'émission	Néant	50% du capital au jour de l'émission
Délégation en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières avec suppression du DPS et avec délai de priorité obligatoire par offre au public et/ou en rémunération dans le cadre d'une OPE*	21/06/2018	21/08/2020	20% du capital au jour de l'émission**	Néant	20% du capital au jour de l'émission**
Autorisation d'augmenter le montant des émissions	21/06/2018	21/08/2020	15% de l'émission initiale	Néant	15% de l'émission initiale

Nature de la délégation ou de l'autorisation	Date de l'Assemblée Générale	Date d'expiration	Plafond	Utilisation au cours de l'exercice 2019	Montant résiduel au 31/12/2019
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital en vue de rémunérer des apports en nature*	21/06/2018	21/08/2020	10% du capital au jour de l'assemblée**	Néant	10% du capital au jour de l'assemblée**
Délégation en vue d'augmenter le capital avec suppression du droit préférentiel de souscription en faveur des adhérents d'un PEE	21/06/2018	21/08/2020	0,5 % du capital au jour de la décision d'augmentation	Néant	0,5 % du capital au jour de la décision d'augmentation
Autorisation en vue d'octroyer des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux	21/06/2018	21/08/2021	2% du capital au jour de l'attribution***	Néant	2% du capital au jour de l'attribution***
Autorisation en vue d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux	21/06/2018	21/08/2021	2% du capital au jour de l'attribution***	Néant	2% du capital au jour de l'attribution***

* Délégation ou autorisation suspendue en période d'offre publique

** Délégations ayant un plafond commun

*** Autorisations ayant un plafond commun

8.9 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

Néant.

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

Néant.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

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

Ce document sera disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site du groupe Evergreen (<http://evergreen-holding.com>) et pourra être obtenu sans frais au siège social de la Société.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Jacques Pierrelée
Directeur Général

ANNEXE
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR
EVERGREEN SUR LES ACTIONS DIGIGRAM**

Rapport au 22 juin 2020
Addendum au 2 juillet 2020

SOMMAIRE

I.	Contexte et présentation de la Mission	4
II.	Présentation de la Société	8
	II.A. Contexte de la transition vers une coquille vide	8
	II.B. Historique de Digigram	9
	II.C. Activités de Digigram Digital	9
	II.D. Actionnariat.....	11
	II.E. Analyse financière de Digigram.....	12
	II.E.1. Compte de résultat.....	12
	II.E.2. Bilan.....	13
	II.E.3. Tableau de flux de trésorerie.....	15
III.	Evaluation de Digigram.....	16
	III.A. Méthodes de valorisation et références écartées.....	16
	III.A.1. Valorisation par les dividendes.....	16
	III.A.2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie.....	16
	III.A.3. Méthode des comparables boursiers.....	17
	III.A.4. Analyse des objectifs des analystes financiers.....	17
	III.B. Méthodes de valorisation et références retenues	18
	III.B.1. Transactions récentes sur le capital de Digigram (à titre principal)	18
	III.B.2. Actif Net Réévalué (à titre principal)	18
	III.B.3. Actif Net Comptable (à titre indicatif)	19
	III.B.4. Méthode des transactions comparables sur des « coquilles vides » (à titre indicatif)	20
	III.B.5. Analyse de l'évolution du cours de bourse de l'action Digigram (à titre indicatif)	21
IV.	Examen des conditions de l'Opération.....	25
	IV.A. Présentation des conditions de l'Opération	25
	IV.A.1. Transfert d'actifs de Digigram vers Digigram Digital	25
	IV.A.2. Cession de Digigram Digital	25
	IV.A.3. Transaction sur le bloc majoritaire.....	26
	IV.B. Examen des accords connexes entre les parties.....	26
V.	Analyse des travaux des banques présentatrices	28
	V.A. Méthodes de valorisation écartées et retenues.....	28
	V.B. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance	28
	V.B.1. Référence au cours de bourse (à titre indicatif)	28

V.B.2. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	28
V.B.3. Méthode de l'Actif Net Comptable (à titre indicatif)	28
V.C. Méthodes retenues à titre principal par Associés en Finance	29
V.C.1. Méthode de l'Actif Net Réévalué (à titre principal)	29
V.C.2. Référence aux transactions récentes sur le capital (à titre principal)	29
V.D. Synthèse	29
VI. Conclusion.....	30
VII. Annexes	33
VII.A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission	33
VII.B. Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®	37
VII.C. Annexe 3 : Evaluation au 22 juin 2020 de Digigram Digital	40
VII.D. Annexe 4 : Présentation des transactions comparables	42
VII.E. Annexe 5 : Lettre de mission	43

I. Contexte et présentation de la Mission

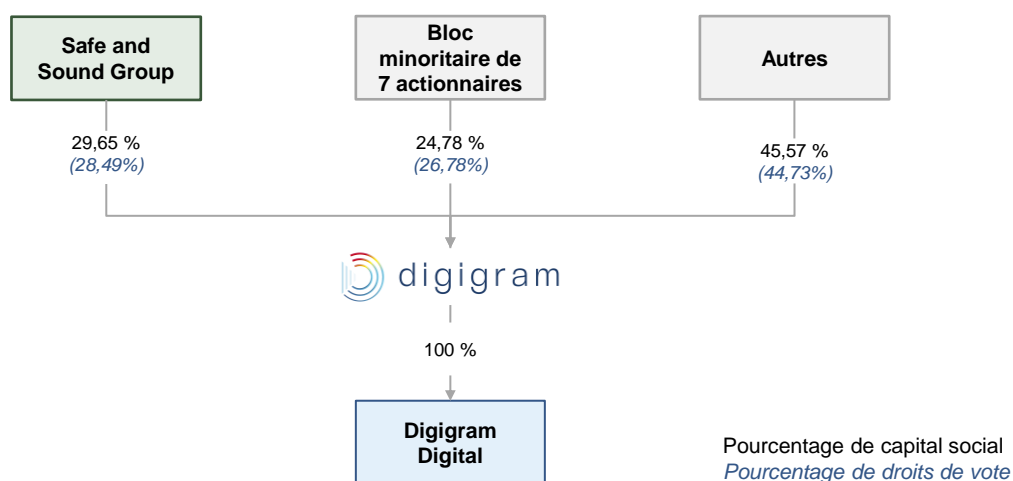
Contexte

Digigram (ci-après « **Digigram** » ou la « **Société** ») est une société française créée en 1985 et spécialisée dans la fabrication et la distribution de systèmes de transmission sécurisée de données audionumériques en environnements critiques. L'action de la Société est cotée sur le marché Euronext Paris depuis 1997.

En juillet 2019, Digigram a procédé au transfert de 100% de ses activités opérationnelles auprès de Digigram Digital, une nouvelle entité non cotée, via un apport partiel d'actifs. Cette filialisation a été réalisée dans l'objectif de lever de nouveaux fonds destinés à financer le développement de Digigram Digital, ce qui a été réalisé postérieurement aux apports au travers de l'émission d'obligations convertibles.

Le 13 décembre 2019, le cours de Digigram a été suspendu dans l'attente de la publication d'un communiqué.

Figure 1 : Structure actionnariale de Digigram au 11 février 2020



Note : Pourcentage de capital social – Pourcentage de droits de vote

Au travers d'un communiqué publié le 11 février 2020, Digigram a présenté l'opération suivante (ci-après « **l'Opération** ») :

- Evergreen (ci-après « **l'Initiateur** ») a signé avec Safe and Sound Group (ci-après « **Safe and Sound** ») (détenant 622 747 actions Digigram soit 29,65% du capital) et sept actionnaires minoritaires (ci-après les « **Actionnaires Cédants** ») plusieurs contrats de cession portant sur l'intégralité de leurs actions Digigram, soit un nombre total de 1 143 052 actions Digigram représentant 54,43% du capital de Digigram (ci-après la « **Transaction** »). Le prix retenu pour la cession de ces actions est de 1,025 € par action Digigram (ci-après « **Prix de Transaction** »), faisant ressortir une valeur de 100% des titres Digigram de 2 152 500 € intégrant la valeur de sa filiale à 100% Digigram Digital (ci-après « **Digigram Digital** » ou la « **Filiale** ») ;
- Conjointement à la cession des blocs d'actions Digigram, la Société souhaite céder 100% des actions de Digigram Digital à un groupe d'investisseurs (ci-après le « **Pool d'Investisseurs** ») dont Safe and Sound ainsi que d'autres Actionnaires Cédants de Digigram (ci-après la

« **Cession** ») au prix de 954,3 K€, fondé sur la valeur centrale estimée par l'évaluation du cabinet Salustro & Associés datée du 10 janvier 2020.

La réalisation des cessions des blocs d'actions Digigram est conditionnée à la réalisation de plusieurs conditions suspensives, dont notamment la Cession par Digigram de sa filiale Digigram Digital.

A l'issue de l'Opération, les structures actionnariales des deux sociétés sont présentées en Figure 2 et Figure 3.

Figure 2 : Actionnariat de Digigram Digital post-Opération

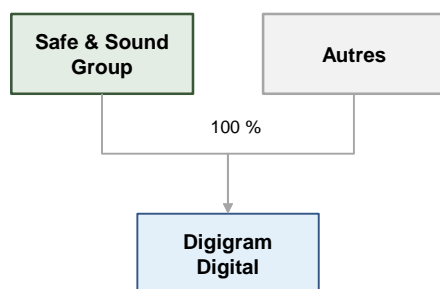
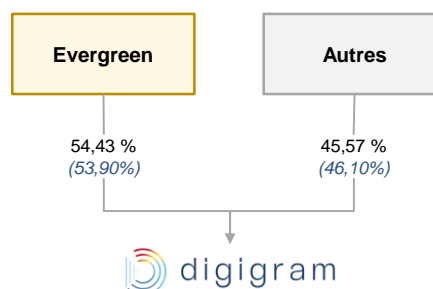


Figure 3 : Actionnariat de Digigram post-Opération avant OPAS



Note : Pourcentage de capital social – Pourcentage de droits de vote

Le 10 mars 2020, suite à la Cession par la Société de l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital et à la levée des autres conditions suspensives, Digigram a informé ses actionnaires que la société Evergreen a acquis 1 143 052 actions représentant 54,43% du capital de Digigram, pour un prix de 1 171 628,30 €, soit 1,025 € par action.

Ainsi, Evergreen s'est engagé à initier une d'Offre Publique d'Achat Simplifiée au prix de 1,03 € par action (ci-après « **Prix d'Offre** ») sur le solde des actions composant le capital social de Digigram (ci-après « **l'OPAS** » ou « **l'Offre** »), soit 876 933 actions après déduction des 80 015 actions auto-détenues par la Société. L'Initiateur a indiqué son intention de ne pas demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS. Evergreen a souhaité acquérir le contrôle d'une société « coquille vide » sans activité cotée sur Euronext Paris, telle que la Société, afin d'en faire un véhicule qui pourra saisir les opportunités d'investissement qui se présenteront et d'assurer sa croissance et son développement. L'Offre et la Transaction s'inscrivent comme les deux premières étapes du projet plus global de l'Initiateur de procéder à un rapprochement avec la Société, par voie de fusion-absorption de l'Initiateur par la Société.

Mission d'Associés en Finance

Dans le communiqué du 28 avril 2020, la Société a annoncé avoir désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant conformément à l'article 261-1 I, 1° 2° et 4°, du Règlement Général (ci-après le « **RG** ») de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »).

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait du contrôle préalable de Digigram par Evergreen (article 261-1 I, 1° du RG), et du fait de la Cession de 100% des actions Digigram Digital par Digigram à un *Pool* d'Investisseurs dont Safe and Sound Group, représenté par M. Jérémie Weber, ex-dirigeant de Digigram, ainsi que d'autres actionnaires sortants de Digigram (article 261-1 I, 2° et 4° du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable du prix de Cession de Digigram Digital et des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par

Evergreen sur la totalité des actions existantes non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 80 015 actions auto-détenues par la Société, soit un nombre maximum de 876 933 actions représentant 41,76% du capital et 42,33% des droits de vote de la Société, au prix de 1,03 € par action payable en numéraire.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou de lien en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec ODDO BHF (ci-après « **Oddo BHF** » ou « **Oddo** ») susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance : en particulier, Associés en Finance n'est pas intervenu lors des 18 mois précédant sa désignation en tant qu'expert indépendant sur des offres publiques sur lesquelles Oddo était établissement présentateur ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par Digigram, soit étaient publiques. Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Digigram et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont la Société pourrait faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans que Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Digigram quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Le 15 avril 2020, le Conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité Associés en Finance en qualité d'expert indépendant (sous réserve de la non opposition de l'AMF). En application de l'article

261-1-1 I et III du Règlement Général, l'Autorité des Marchés Financiers, dans sa séance du 28 avril 2020, ne s'est pas opposée à cette désignation. La mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 28 avril 2020 au 22 juin 2020. Le présent rapport a été établi sur la base des conditions prévalant sur les marchés financiers au 22 juin 2020 tandis que la comparaison du Prix d'Offre avec le cours de Digigram a été menée au 13 décembre 2019, dernier jour précédant la suspension du cours de bourse de la Société avant l'annonce de l'Opération intervenue le 11 février 2020.

II. Présentation de la Société

Fondée en 1985, Digigram était une société historiquement spécialisée dans la conception et la commercialisation de solutions audio et vidéo pour les marchés professionnels de la radiodiffusion (aussi appelé « Broadcast ») et pour la diffusion du son dans les lieux publics.

Depuis le 10 mars 2020 et la Cession par Digigram de l'intégralité de ses actions Digigram Digital, la Société n'exerce plus aucune activité opérationnelle et est considérée comme une « coquille vide », cotée sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment C), et qui n'emploie plus aucun salarié.

II.A. Contexte de la transition vers une coquille vide

En décembre 2016, Digigram fait le constat d'une intensification de la concurrence ayant provoqué un ralentissement de son activité et une dégradation de sa rentabilité. La Société décide alors d'abandonner l'activité vidéo afin de se recentrer le marché audio en pleine croissance.

Cette réorientation s'accompagne, en 2017, par le remplacement du management et la sortie des actionnaires historiques de Digigram, Philippe Girard-Buttoz, Marian Marinescu et Julien Marinescu. Le 27 juin 2017, Digigram annonce l'acquisition par Safe and Sound (représentée par Jérémie Weber) de la totalité des titres détenus par les actionnaires historiques soit 29,65% du capital. Le 30 juin 2017, Jérémie Weber est nommé comme Président Directeur Général de Digigram suite au changement du mode de gouvernance de la Société, qui passe de Société Anonyme à Conseil de Surveillance et Directoire à une structure unique à Conseil d'Administration.

Dans le prolongement de cette réorientation stratégique et afin de préparer la croissance de l'activité, Digigram procède le 28 décembre 2018 à la création de sa nouvelle filiale Digigram Digital, dont elle détient alors 100% des titres.

La Société annonce le 23 mai 2019 son intention de procéder au transfert de l'intégralité de ses activités opérationnelles vers Digigram Digital. L'enjeu de l'Opération réside dans l'accès à une source de financement plus adaptée au profil de la Société (levée de capitaux propres sans avoir à payer de nombreux frais, coût de la dette plus avantageux).

L'opération est finalisée le 1^{er} juillet 2019 suite à l'approbation du projet d'apport partiel d'actifs par les actionnaires de Digigram lors de l'Assemblée Générale du 28 juin 2019.

Le 31 octobre 2019, Digigram Digital boucle la levée de fonds de 400 K€ sous forme d'obligations convertibles qui doit permettre le financement du plan de développement sur les lancements de produits initiés.

Le 10 mars 2020, Evergreen réalise l'acquisition de 54,43% du capital auprès de Safe and Sound (détenant 29,65% du capital) et d'un groupe d'Actionnaires cédants (détenant 24,78% du capital). Conjointement, à la Transaction des blocs d'actions Digigram, la Société a cédé l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital à un *Pool* d'Investisseurs dont Safe and Sound ainsi que d'autres actionnaires sortants de Digigram.

Depuis le 10 mars, Digigram ne possède ainsi plus aucune activité opérationnelle et est considérée comme une « coquille vide » cotée, n'employant plus aucun salarié.

II.B. Historique de Digigram

Dans les années 1990, la Société a introduit sur le marché français la première carte son digitale (baptisée PCX3), qui s'appuie sur la technologie du codage audio.

A partir de 1997 et l'introduction en bourse de Digigram sur le Second Marché d'Euronext Paris (les actions Digigram sont aujourd'hui admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris), la Société a accéléré le déploiement de sa politique d'internationalisation. Digigram a ouvert successivement des filiales en Amérique du Nord (1997), et à Singapour (1998) qui lui ont permis de s'insérer sur les marchés américains et asiatiques pour y commercialiser sa nouvelle interface de gestion des fonctionnalités des cartes sons : PCXTools.

En 1999, Digigram a lancé une nouvelle solution de transmission et de distribution audio via Ethernet qui a entraîné la commercialisation en 2004 d'EtherSound, un système breveté d'installation pour le transport audionumérique compatible avec le standard Ethernet. Ces solutions ont permis à Digigram de s'imposer comme fournisseur de référence auprès de clients industriels de premier plan comme Yamaha ou encore Peavey.

Au début des années 2000, la Société connaît une période faste d'innovation pendant laquelle elle développe des solutions disruptives comme : HitPlayer, application de réseaux audio sur traitement IP, ou miXart carte son utilisant l'encryptage audio.

De 2004 à 2011, la Société a profité du succès croissant d'EtherSound (doublement des licences en 2005), pour diversifier ses gammes d'équipements et de logiciels. La Société concentre alors ses développements sur les solutions destinées au traitement et à la diffusion-transmission audio sur réseau comme Visiblu (2006), IQOYA (2008) ou LoLa (2008), ainsi que sur les solutions P-to-P dédiées à la vidéo sur IP avec AQORD (2011).

Depuis 2016, la Société a fait le choix d'abandonner l'activité vidéo qui représentait 5,4% du chiffre d'affaires 2015 afin de se concentrer intégralement sur le marché audio.

II.C. Activités de Digigram Digital

Digigram Digital est une société au savoir-faire technologique (20% du CA 2019 dépensé en R&D) qui maîtrise la conception, le développement et l'industrialisation de ses produits mais en sous-traite la fabrication. La Société opère historiquement sur deux segments de marché :

- **Le marché de la radiodiffusion (*Broadcast*)** : cœur de métier historique de la société, Digigram Digital a pénétré ce marché grâce à l'introduction d'une technologie disruptive : la carte son pour ordinateur PC qui est venue remplacer les enregistreurs à bande. Depuis la révolution numérique du « tout IP », la société a développé un modèle OEM/FEO – fabricant d'équipement d'origine – qui lui a permis d'asseoir sa position de leader sur ce segment de marché.

Ce secteur d'activité comprend la conception de cartes sons digitales, de codecs audios sur IP ainsi que le développement d'applications métiers et de systèmes d'exploitation audio en réseau qui équipent les journalistes et radiodiffuseurs.

- **Le marché des installations Audio et Vidéo** : correspond à l'activité de sonorisation des lieux publics. Digigram Digital a également pénétré ce marché par le développement d'une technologie de substitution (EtherSound) capable de transporter du son professionnel de haute qualité et à très faible latence sur des architectures Ethernet standard.

Digigram Digital a depuis élargi son offre avec l'évolution vers le « tout IP », ce qui lui permet de réaliser des installations audio professionnelles dans le cadre de la diffusion de musique ou d'annonces publicitaires notamment dans les transports publics.

Son offre globale s'adresse pour l'essentiel aux professionnels des installations audiovisuelles mais également à d'autres industries telles que l'automobile ou l'aviation, pour qui elle conçoit des systèmes sur mesure de production et de transmission sécurisée des contenus audiovisuels.

Dans le cadre de l'installation de ces solutions, Digigram Digital propose également des services de maintenance, de formation et de développement logiciel (testing, installation, intégration etc.).

Figure 4 : Répartition du chiffre d'affaires par activités au 31 décembre 2019

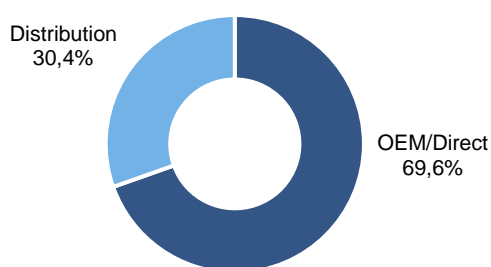
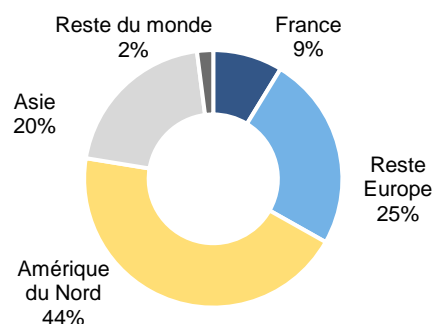


Figure 5 : Répartition du chiffre d'affaires par géographie au 31 décembre 2019



Sources : Digigram, Associés en Finance

Digigram Digital est avant tout un fournisseur de technologies intermédiaires distribuées auprès des OEM/FEO mais propose également des solutions sous forme de produits finis distribués directement ou indirectement aux clients finaux.

Digigram Digital envisage par ailleurs de développer son activité de négoce afin d'étoffer son offre en proposant des produits de marque tiers sur des segments de marché non adressés en interne.

Digigram Digital exporte près de 80% de son chiffre d'affaires à l'international, en particulier sur les marchés américains (+33% de croissance sur le dernier exercice) et asiatiques, notamment grâce à l'implantation de ses filiales et doit affronter sur chaque marché une typologie de concurrents différente. De manière générale, le marché des équipements audio professionnels est caractérisé par un panorama concurrentiel comprenant de nombreux acteurs malgré la présence de quelques grands groupes mondiaux (Samsung, Bosch, Denon & Marantz).

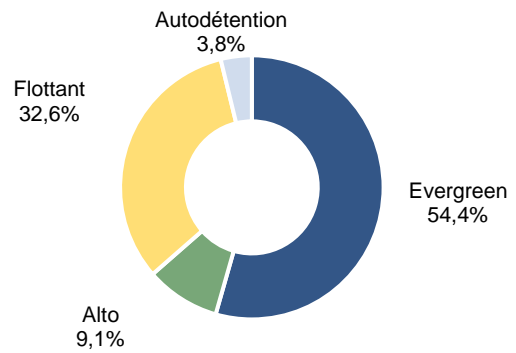
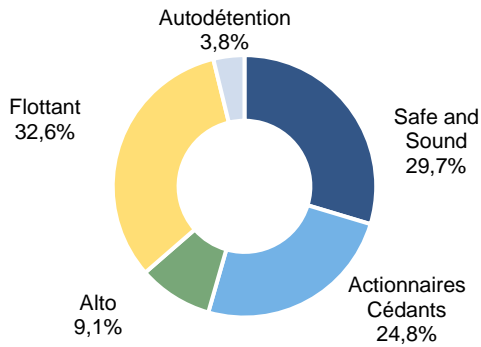
La pandémie de Covid-19, les mesures prises par les gouvernements et leurs conséquences financières ont eu un impact significatif sur les résultats de Digigram Digital au cours des 5 premiers mois de l'exercice 2020, ayant conduit la Filiale à revoir significativement ses perspectives d'affaires sur l'exercice 2020. Dans ce contexte, Digigram Digital a obtenu au mois de mai 2020 un Prêt Garanti par l'Etat, lui permettant de sécuriser ses perspectives financières.

II.D. Actionnariat

Le capital de la Société est composé de 2 100 000 actions ordinaires, dont 80 015 auto-détenues. A la suite de la Transaction intervenue le 10 mars 2020, Evergreen détient 1 143 052 actions représentant 54,43% du capital et 53,90% des droits de vote de la Société.

Figure 6 : Actionnariat de Digigram au 9 mars 2020 avant la Transaction

Figure 7 : Actionnariat de Digigram au 10 mars 2020 après la Transaction



Sources : Digigram, Associés en Finance

II.E. Analyse financière de Digigram

La Société n'exerce plus aucune activité opérationnelle depuis la Cession le 10 mars 2020 de sa filiale à 100% Digigram Digital. L'analyse financière de la Société se limite donc aux états financiers de Digigram sur la période 2017-2019 avant la Cession de Digigram Digital et à l'Actif Net Comptable de Digigram au 10 mars 2020, qui permet d'avoir une vision bilancielle de la Société après cession de l'activité opérationnelle. Les états financiers au 10 mars 2020 ont fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes, dans le cadre de la Transaction signée entre Evergreen et Safe and Sound portant sur les titres de Digigram.

II.E.1. Compte de résultat

Tableau 1 : Compte de résultat simplifié de Digigram depuis 2017

Compte de résultat (K€)	2017	2018	2019 ⁽¹⁾
Chiffre d'affaires	6 019,0	5 874,0	6 409,0
<i>Croissance</i>	<i>(16,2%)</i>	<i>(2,4%)</i>	<i>9,1%</i>
Coût des ventes	(2 308,0)	(2 111,0)	(2 444,0)
Coûts externes	(4 098,0)	(3 665,0)	(3 765,0)
Autres produits et charges opérationnels courantes	1,0	(10,0)	2,0
EBITDA	(386,0)	88,0	202,0
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>(6,4%)</i>	<i>1,5%</i>	<i>3,2%</i>
Dotations nettes Amortissements et Provisions	(94,0)	(31,0)	(89,0)
EBIT	(480,0)	57,0	113,0
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	<i>-8,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,8%</i>
Résultat financier	(39,0)	(33,0)	(55,0)
Résultat avant impôts	(519,0)	24,0	58,0
Résultat exceptionnel avant impôts	(551,0)	(320,0)	(83,0)
Impôts totaux	(1,0)	(8,0)	-
Résultat après impôts	(1 071,0)	(304,0)	(25,0)
Résultat net des activités abandonnées	400,0	-	-
Ecart actuariels	13,0	-	(22,0)
Résultat net comptable part du groupe	(658,0)	(304,0)	(47,0)
<i>Marge nette part du groupe (%)</i>	<i>(10,9%)</i>	<i>(5,2%)</i>	<i>(0,7%)</i>
Dividendes (payés en N+1, M€)	-	-	-

Source : Digigram

(1) Après application de la norme IFRS 16

Chiffre d'affaires

Au cours des dernières années, Digigram a vu son chiffre d'affaires baisser significativement (-16,2% en 2017 et -2,4% en 2018) en raison, d'une intensification de la concurrence. En 2019, le chiffre d'affaires de la partie « Produits » de Digigram (qui correspond à des ventes de cartes son et des produits audios sur IP) s'établit à 6 213 K€, en hausse de +10,1% par rapport à 2018. Le chiffre d'affaires provenant de la partie « Services » (qui concerne des prestations d'assistance technique et d'accompagnement) est de 196 K€ en baisse de -15,5% par rapport à 2018.

EBITDA et EBIT

Les marges d'EBITDA et EBIT sont sensibles aux charges de personnel qui représentent une part importante des coûts externes (2 177 K€ en 2019, 2 239 K€ en 2018 et 2 609 K€ en 2017 soit respectivement 34,0%, 38,1% et 43,0% du chiffre d'affaires). Les coûts des ventes (composés principalement des achats consommés sur la période) restent quant à eux relativement stables (entre 35,9% et 38,3% sur la période 2017-2019).

Ainsi, sur la période 2017-2019, la marge d'EBITDA évolue entre -6,4% et 3,2%, tandis que la marge d'EBIT varie entre -8,0% et 1,8% du chiffre d'affaires.

Autres éléments du compte de résultat

Les autres produits et charges d'exploitation courants correspondent aux redevances, jetons de présence et créances irrécouvrables.

Le résultat financier correspond au coût de l'endettement financier net, qui correspond aux intérêts d'emprunts et aux autres charges/produits financiers (correspondant à des pertes de change).

Le résultat exceptionnel avant impôt correspond principalement à des coûts de restructuration et aux frais d'honoraires liés au projet de restructuration capitalistique et boursière en 2018 et 2019.

II.E.2. Bilan

Tableau 2 : Bilan simplifié de Digigram depuis 2017

Bilan (K€)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	10/03/2020
Immobilisations incorporelles	14,0	11,0	6,0	-
Immobilisations corporelles ⁽¹⁾	70,0	61,0	1 162,0	-
<i>dont contrat de location IFRS 16</i>	-	-	1 087,0	-
Stocks	1 414,0	1 690,0	1 497,0	-
Créances d'exploitation	1 600,0	1 364,0	1 632,0	93,5
Actif d'exploitation	3 098,0	3 126,0	4 297,0	93,5
Immobilisations financières	73,0	73,0	63,0	1 036,3
Tresorerie	809,0	472,0	428,0	37,2
Actif total	3 980,0	3 671,0	4 788,0	1 167,0
<i>% act immo / actif exploitation</i>	2,7%	2,3%	27,2%	-
Fonds propres PdG	1 378,0	1 072,0	1 026,0	514,0
Provisions	19,0	5,0	2,0	-
<i>Dettes financières nettes</i>	<i>651,0</i>	<i>1 153,0</i>	<i>2 268,0</i>	<i>142,0</i>
Dettes financières brutes ⁽¹⁾	1 460,0	1 625,0	2 696,0	179,2
<i>dont emprunts liés à la norme IFRS 16</i>	-	-	1 114,0	-
Dettes d'exploitation	1 123,0	969,0	1 064,0	473,8
Passif total	3 980,0	3 671,0	4 788,0	1 167,0

Sources : Digigram, KPMG

(1) Impact de la norme IFRS 16 en 2019 : d'un montant de 1 050 K€ liés au siège et 37 K€ liés aux autres pour les immobilisations corporelles et 1 114 K€ pour les dettes financières

Composition du bilan sur la période 2017-2019

Entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2019, l'actif de la Société est principalement constitué d'éléments d'actifs circulants (créances clients, stocks...), dont les montants restent relativement stables sur la période observée (1 632,0 K€ de créances d'exploitation et 1 497,0 K€ de stocks en 2019). Par ailleurs, le passif de Digigram est composé de dettes financières brutes et de dettes d'exploitation (d'un montant respectif de 2 696,0 K€ dont 1 114,0 K€ lié à la norme IFRS 16 et 1 064,0 K€ en 2019). Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) de Digigram est structurellement positif et significatif. Il atteint 2 085,0 K€ à fin 2018. Sur la période 2017-2019, le BFR varie entre 31,4% et 35,5% du chiffre d'affaires.

Actifs composant le bilan au 10 mars 2020

Au 10 mars 2020, l'actif de la Société est principalement constitué d'actifs résiduels (créances, trésorerie résiduelle, etc...).

Les montants figurant en créances d'exploitation correspondent à une créance de TVA à récupérer sur les factures fournisseurs (d'un montant de 82,8 K€) et d'une créance de CET d'un montant de 10 K€, à recevoir du Service des Impôts, qui correspond au premier acompte de CVAE payé par Digigram, sur la base des éléments de l'exercice 2018, alors que Digigram n'est plus redevable de la CVAE au titre de l'exercice 2019.

Les immobilisations financières se composent :

- Des titres de participation de Digigram Digital d'une valeur historique de 1 035,0 K€ dépréciés à hauteur de 81,0 K€ pour une valeur nette de 954,0 K€, qui correspond à la valeur prévue au protocole de cession de la totalité des titres de la Filiale.
- Des autres titres immobilisés qui correspondent aux titres auto-détenus par la Société (3,81% de son capital au 10 mars 2020) pour un montant net de 82,0 K€. La valeur par action retenue correspond au Prix de Transaction de 1,025 €.

Passifs composant le bilan au 10 mars 2020

Au 10 mars 2020, le passif de la Société est principalement constitué de passifs résiduels (dettes financières résiduelles, dettes fournisseurs résiduelles).

Les dettes financières brutes se composent :

- Du compte courant avec la filiale Digigram Digital qui s'élève à un montant de 164,0 K€ au 10 mars 2020 et qui comprend l'ensemble des frais et factures payés par l'ancienne filiale pour le compte de sa maison-mère ;
- Des autres dettes financières d'un montant de 14,8 K€ qui correspondent au paiement partiel du prix de l'acquisition des titres de Digigram Digital exécuté par avance par deux acquéreurs.

Les dettes d'exploitations comprennent des dettes fournisseurs et rattachés qui correspondent aux factures reçues et dues d'un montant de 428,1 K€ pour les prestations suivantes :

- L'accompagnement financier de l'Opération ;
- Les honoraires juridiques liés à la fin de la mission d'accompagnement en matière de droit boursier jusqu'au 28 février 2020 et à l'établissement du rapport financier annuel 2019 ;
- Les honoraires relatifs à la mission de l'expert indépendant ;
- Les prestations de l'expert-comptable sur les comptes de l'exercice 2019 ;

- La cotation Euronext de l'exercice 2020.

Par ailleurs, les dettes d'exploitations comprennent aussi des dettes fournisseurs et rattachés qui correspondent à des factures non parvenues et provisionnées d'un montant de 45,6 K€ pour les prestations suivantes :

- Le solde des honoraires des commissaires aux comptes ;
- La gestion de service titre relatif à l'exercice 2019 ;
- La gestion des opérations de *closing* par le teneur de compte pour la part prise en charge par la société dans l'actif net à la date de réalisation ;
- Le service de diffusion réglementée relatif au 2nd semestre 2019 ;
- Les honoraires juridiques liés à la fin de la mission d'accompagnement en matière de droit boursier et à l'établissement du rapport financier annuel 2019.

Compte tenu de la nature des actifs et passifs résiduels figurant au bilan au 10 mars 2020 et de l'absence d'activité opérationnelle de la Société, les évolutions économiques des derniers mois ne sont pas susceptibles d'avoir un impact significatif sur la valeur comptable de la Société.

II.E.3. Tableau de flux de trésorerie

Tableau 3 : Tableau de flux de trésorerie de Digigram depuis 2017

Flux de trésorerie (K€)	2017	2018	2019
Capacité d'autofinancement	(883,0)	(298,0)	101,0
Variation du BFR	204,0	(152,0)	(15,0)
Flux générés par l'activité	(679,0)	(450,0)	86,0
Investissements en immobilisations	(42,0)	(23,0)	(41,0)
Cession d'immobilisations	27,0	-	-
Cession d'immos financières nettes	(1,0)	(1,0)	10,0
Acquisition et cession de filiales	-	-	-
Flux liés aux opérations d'investissement	(16,0)	(24,0)	(31,0)
Encaissement net d'emprunts	(435,0)	137,0	(241,0)
Flux liés aux opérations de financement	(435,0)	137,0	(241,0)
Variation de trésorerie	(1 130,0)	(337,0)	(186,0)

Source : Digigram

Investissements

Les investissements en immobilisations représentent un montant non significatif, ils sont principalement liés à l'achat de matériel informatique. Entre 2017 et 2019, les dépenses d'investissement varient entre 0,4% et 0,7% du chiffre d'affaires. Sur l'exercice 2019, ces dépenses d'investissement s'élèvent à 41,0 K€ et représentent 0,6% du chiffre d'affaires.

Distribution de dividendes

Aucun versement de dividendes n'a été effectué sur les 3 derniers exercices.

III. Evaluation de Digigram

Afin de procéder à l'évaluation de Digigram, Associés en Finance a mis œuvre une approche de valorisation multi-critères, en étudiant la pertinence de chacune des méthodes d'évaluation usuelles en fonction de la Société et du contexte de l'Opération.

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions composant le capital de Digigram à la suite de la Transaction intervenue le 10 mars 2020 est de 2 100 000 actions dont 80 015 actions auto-détenues par la Société. Aucune modification n'étant intervenue depuis cette date, le nombre d'actions retenu hors titres auto-détenus au 22 juin 2020 est donc de 2 019 985 actions.

Tableau 4 : Détermination du nombre d'actions

Nombre d'action retenu - Digigram	10/03/2020
Nombre d'actions ordinaires	2 100 000
<i>Autodétenues</i>	<i>80 015</i>
Nombre hors autodétention	2 019 985

Source : KPMG

III.A. Méthodes de valorisation et références écartées

III.A.1. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. D'une part, la Société n'a par le passé jamais mis en œuvre une politique de distribution de dividende et, d'autre part, Digigram ne possède plus aucune activité opérationnelle suite à la Cession de sa filiale Digigram Digital le 10 mars 2020.

Par conséquent, cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

III.A.2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

Les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie disponibles reposent sur l'estimation des flux prévisionnels de la Société. Utilisées de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2), elles permettent de valoriser une société selon 2 approches : une approche *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et une approche *DCF to Firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Compte tenu de la situation de Digigram, qui ne possède plus aucune activité opérationnelle, aucune des approches n'a été mise en œuvre.

III.A.3. Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Compte tenu de la situation de Digigram, qui ne possède plus aucune activité opérationnelle, cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

III.A.4. Analyse des objectifs des analystes financiers

A notre connaissance, l'action Digigram n'est suivie par aucun bureau d'analyse, ce qui ne permet pas de réaliser l'analyse des objectifs des analystes financiers.

III.B. Méthodes de valorisation et références retenues

III.B.1. Transactions récentes sur le capital de Digigram (à titre principal)

Le 11 février 2020, Digigram a informé ses actionnaires que Safe and Sound, représentée par Monsieur Jérémie Weber, Président de Digigram, détenant 622 747 actions Digigram (représentant 29,65% du capital et 28,49% des droits de vote à cette date), a signé avec Evergreen un contrat de cession portant sur l'intégralité de ses actions. Le même jour, Monsieur David Benech, Madame Isabelle Cottray, Monsieur Pierre Bourdonnay, Monsieur Jacques Yvrai, Madame Françoise Quiry et Monsieur Pascal Quiry, et Monsieur Johannes Rietschel, actionnaires minoritaires de la Société, ont chacun signé avec Evergreen un contrat de cession portant sur l'intégralité de leurs actions Digigram (soit un nombre total de 520 305 actions représentant 24,78% du capital et 26,78% des droits de vote à cette date).

Le 10 mars 2020, suite à cette annonce, Evergreen a acquis un nombre total de 1 143 052 actions Digigram représentant 54,43% du capital et 53,90% des droits de vote de Digigram pour un prix de 1 171 628,30 €, soit 1,025 € par action Digigram auprès de Safe and Sound et du groupe d'Actionnaires cédants de Digigram (Monsieur David Benech, Madame Isabelle Cottray, Monsieur Pierre Bourdonnay, Monsieur Jacques Yvrai, Madame Françoise Quiry et Monsieur Pascal Quiry, et Monsieur Johannes Rietschel).

Le Prix d'Offre par action extériorise une prime de +0,5% par rapport au Prix de Transaction résultant de l'acquisition par Evergreen du bloc de contrôle, qui constitue une référence retenue à titre principal par Associés en Finance.

III.B.2. Actif Net Réévalué (à titre principal)

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ci-après « l'ANR ») permet d'estimer la valeur des capitaux propres en procédant à une revalorisation en valeur de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings et dans le cadre de valorisation des « coquilles vides » (sociétés qui ne possèdent pas d'activités opérationnelles), dont le bilan se compose exclusivement d'actifs et de passifs résiduels.

Dans le cas d'espèce, cette méthode est mise en œuvre sur la base de l'Actif Net Comptable (ci-après « l'ANC ») de Digigram au 10 mars 2020. Compte tenu de la nature des actifs et passifs résiduels figurant au bilan au 10 mars 2020 et de l'absence d'activité opérationnelle de la Société, les évolutions économiques des derniers mois, notamment liées à la pandémie de Covid-19, ne sont pas susceptibles de nécessiter leur réévaluation.

Ainsi, le seul retraitement effectué pour le passage de l'ANC à l'ANR concerne la valeur des titres auto-détenus par la Société au 10 mars 2020, soit 80 015 actions valorisées pour l'ANC au prix de Transaction (1,025 €), soit un montant global de 82 015 €. Ces titres n'étant pas visés par l'Offre et pouvant être annulés, ils sont retranchés de la valeur de l'actif et du nombre d'actions retenu.

Tableau 5 : ANR de Digigram au 22 juin 2020 établi sur la base de l'ANC au 10 mars 2020

Actif Net Réévalué (en €)	10-mars-20
Titres de participations	954 291
Autres titres immobilisés	82 015
Actif immobilisé	1 036 306
Créances	93 539
Disponibilités	34 654
Charges constatées d'avance	2 500
Actif circulant	130 693
Total actif	1 166 999
Emprunts et dettes financières divers	179 190
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	473 771
Total passif	652 961
Actif Net Comptable	514 038
- Autres titres immobilisés (titres autodétenus valorisés au Prix de transaction)	82 015
Actif Net Réévalué	432 023
Nombre d'actions ordinaires	2 100 000
- Titres autodétenus	80 015
Nombre d'actions hors autodétention	2 019 985
Actif Net Réévalué par action (€)	0,214

Sources : KPMG, Associés en Finance

Au 22 juin 2020, l'ANR par action, basé sur l'ANC au 10 mars 2020 après retraitement des actions auto-détenues, s'établit à 0,214 €, soit une prime extériorisée par le Prix d'Offre de +381,6%.

III.B.3. Actif Net Comptable (à titre indicatif)

Cette méthode basée, sur une valeur patrimoniale de l'entreprise (au même titre que celle de l'ANR), est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings et dans le cadre de valorisation de « coquilles vides », c'est-à-dire des sociétés qui ne possèdent pas d'activités opérationnelles. Cependant cette méthode est présentée à titre indicatif dans la mesure où elle apparait comme redondante par rapport à la méthode de l'ANR.

Tableau 6 : ANC de Digigram au 10 mars 2020

Actif Net Comptable (en €)	10-mars-20
Titres de participations	954 291
Autres titres immobilisés	82 015
Actif immobilisé	1 036 306
Créances	93 539
Disponibilités	34 654
Charges constatées d'avance	2 500
Actif circulant	130 693
Total actif	1 166 999
Emprunts et dettes financières divers	179 190
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	473 771
Total passif	652 961
Actif Net Comptable	514 038
Nombre d'actions ordinaires	2 100 000
Actif Net Comptable par action (€)	0,245

Sources : KPMG, Associés en Finance

L'ANC par action au 10 mars 2020 s'établit à 0,245 €, soit une prime extériorisée par le Prix d'Offre de +320,8%.

III.B.4. Méthode des transactions comparables sur des « coquilles vides » (à titre indicatif)

Méthodologie

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques.

Digigram ne possède plus aucune activité opérationnelle suite à la Cession de sa filiale Digigram Digital. Les transactions analysées portent ainsi sur des « coquilles vides », sans activité opérationnelle. Ces transactions, dont les conditions financières ont été rendues publiques, ont donné lieu à une prime payée par les initiateurs par rapport à l'Actif Net Réévalué. Analysée en valeur absolue, cette prime constitue une référence de valorisation retenue à titre indicatif.

Application

Dans le cas présent, un échantillon de 9 transactions comparables ont été identifiées, portant sur des sociétés cotées françaises sans activité opérationnelle, dont l'information publique est complète et disponible. Ces transactions sont décrites en Annexe 4. Le Tableau 7 détaille les caractéristiques financières des transactions.

Les ANR, appréciés hors actions auto-détenues, sont issus des notes d'information et des notes en réponse relatives à chaque opération. Dans un souci de cohérence méthodologique, la valorisation au prix d'offre des titres de chacune des sociétés de l'échantillon a été calculée sur la base d'un nombre titres hors actions auto-détenues.

Tableau 7 : Caractéristiques financières des transactions de l'échantillon au 22 juin 2020

Cible	Initiateur	Date	ANR (K€)	Valeur des FP au prix d'offre (K€)	Prime sur ANR (K€)
Financière Marjos	Krief Group	nov-19	(1 446)	220	1 666
NR21	Altarea Cogedim	sept-19	2	1 498	1 497
CFI	Financière Apsys	juin-18	300	854	554
Compagnie Marocaine	RLC	déc-15	2 082	4 099	2 017
Emme	SFPI	juin-15	7 147	8 054	907
Medea	Artea	nov-13	0	526	526
Foncière 7 investissement	Ingefin	mars-12	1 012	2 416	1 404
MB Retail Europe	Eurasia Groupe	janv-12	(295)	667	961
FIPP	Acanthe	juin-11	143	1 491	1 347
Moyenne					1 209
Médiane					1 347

Sources : AMF, Capital IQ, Informations publiques, Associés en Finance

Résultats

Comme indiqué précédemment, la prime en valeur absolue a été privilégiée par rapport à celle en pourcentage : l'échantillon étant constitué uniquement de « coquilles vides » cotées dépourvues d'activités opérationnelles et d'actifs majeurs, certaines des sociétés affichent un ANR négatif ou très proche de 0, qui rendent ainsi l'utilisation de la prime en pourcentage moins pertinente.

Les résultats de cette méthode de valorisation font ressortir une prime moyenne payée par rapport à l'ANR de +1 209 K€. En appliquant cette prime à l'ANR de Digigram, la valeur des fonds propres de Digigram par la méthode des transactions comparables s'établit à 1 632 K€ au 22 juin 2020, soit une valeur par action de 0,808 €, soit une prime extériorisée par le Prix d'Offre de +27,5%.

III.B.5. Analyse de l'évolution du cours de bourse de l'action Digigram (à titre indicatif)

L'analyse de l'évolution du cours de l'action permet d'observer le prix auquel se sont échangées les actions de la Société au cours des dernières années et la liquidité des titres. Elle a été menée jusqu'au 13 décembre 2019, dernier jour de cotation avant la suspension du cours de la Société. En effet, la suspension du cours est intervenue à la demande de la Société du 13 décembre 2019 au 17 février 2020 inclus, dans le contexte des négociations qui étaient en cours, afin de préserver la confidentialité de l'opération dont l'annonce de l'Opération est intervenue le 11 février 2020.

Analyse de l'évolution du cours de l'action Digigram depuis 2017

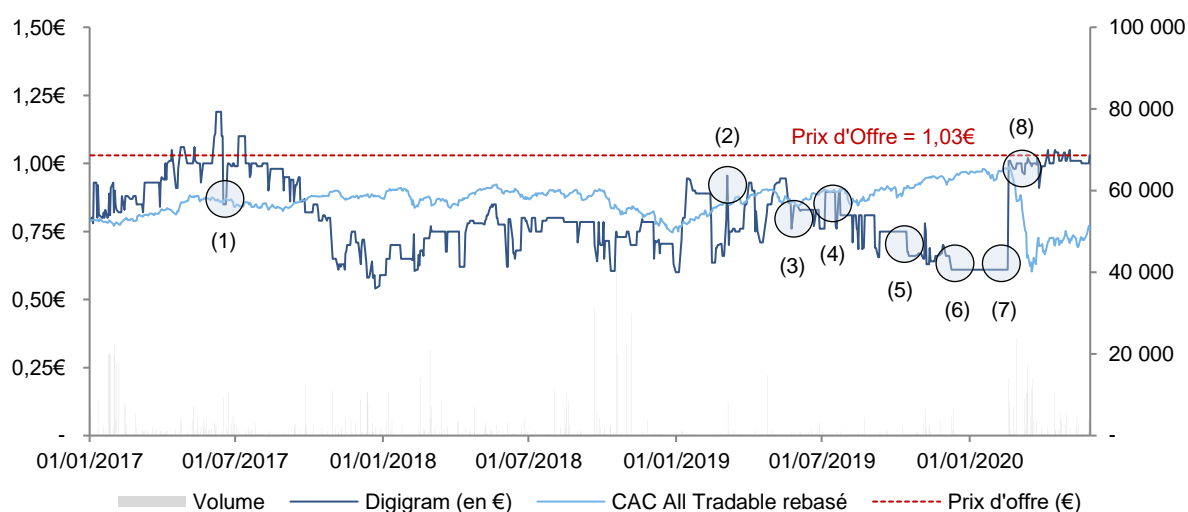
Sur la période du 31 décembre 2016 au 13 décembre 2019, la performance boursière de l'action Digigram s'établit à -24,7%, tandis que l'indice du CAC All-Tradable a connu une hausse de +21,0% sur la même période.

Au cours de l'année 2018, le cours de l'action Digigram a connu une forte baisse qui s'explique par une diminution importante des ventes notamment liée à l'intensification de l'environnement concurrentiel. La performance boursière de l'action Digigram entre le 31 décembre 2016 et le 28 décembre 2017 s'établit à -27,2%, tandis que l'indice CAC All-Tradable a connu une hausse de +11,5% sur la même période.

Depuis janvier 2018 et jusqu'à la date de suspension du cours, le cours a évolué dans un intervalle compris entre 0,59 € et 0,96 €.

La performance de l'action Digigram doit s'appréhender à travers l'évolution des annonces portant sur les orientations stratégiques de la Société, et notamment la décision de poursuivre le développement de l'activité au sein d'une entité non cotée. Depuis le 23 mai 2019 et l'annonce de la Société sur son intention de procéder à l'apport de l'intégralité de ses activités opérationnelles à sa filiale Digigram Digital et jusqu'au 13 décembre 2019, la performance boursière de Digigram a fortement reculé s'établissant à -28,7%. A titre de comparaison, l'indice CAC All-Tradable a progressé de +11,6% sur la même période.

Figure 8 : Evolution du cours de l'action Digigram depuis janvier 2017



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Evénements significatifs ayant conduit à l'Opération

(1) le 9 juin 2017 : la Société annonce la signature le 7 juin 2017 d'une promesse de vente entre les actionnaires historiques de Digigram et Safe and Sound pour un bloc d'actions représentant 29,65% du capital.

(2) le 4 mars 2019 : la Société annonce que la cotation n'a pas été suspendue le vendredi 1^{er} mars 2019 et qu'elle n'a fait aucune demande de suspension de cours, contrairement aux informations publiées dans la presse.

(3) le 23 mai 2019 : la Société annonce son intention de vouloir procéder à la filialisation de ses activités, suivie d'un projet de levée de fonds afin de poursuivre son plan de développement.

(4) le 1^{er} juillet 2019 : la Société informe avoir procédé au transfert de 100% de ses activités opérationnelles auprès de Digigram Digital, dont elle détient 100% des titres.

(5) le 4 novembre 2019 : la Société informe que sa nouvelle filiale Digigram Digital vient de boucler une levée de fonds de 400 K€ sous forme d'obligations convertibles.

(6) le 13 décembre 2019 : la Société annonce qu'elle a demandé auprès d'Euronext la suspension momentanée de la cotation de l'action Digigram.

(7) le 11 février 2020 : la Société annonce qu'Evergreen a signé avec Safe and Sound et un groupe d'Actionnaires cédants un contrat de cession portant au total sur 54,43% du capital. L'opération est conditionnée à la Cession par Digigram de 100% de ses actions Digigram Digital à un Pool d'Investisseurs (dont Safe and Sound Group).

(8) le 10 mars 2020 : la Société annonce qu'elle a cédé l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital et informe ses actionnaires qu'Evergreen a acquis 54,43% du capital de Digigram.

Analyses des volumes échangés

Sur les 12 mois précédant le 13 décembre 2019, 109 134 actions ont été échangées sur un an pour un montant cumulé de 83,4 K€, ce qui représente environ 9,1% du flottant et 5,4% du capital de la Société, soit une très faible liquidité du titre.

La faible fréquence de séances de bourse durant lesquelles l'action Digigram s'est échangée constitue également une preuve de la faible liquidité du titre : sur les 12 mois ayant précédé le 13 décembre 2019, l'action Digigram s'est échangée uniquement lors de 113 séances de cotation, soit 45% des séances d'ouverture de la bourse de Paris. Par ailleurs, la Société n'est plus suivie par des bureaux d'analyse financière.

Tableau 8 : Volumes échangés sur l'action Digigram au 13 décembre 2020

Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées	/ nbre total d'actions (%)	/ flottant (%)	Nbre cumulé d'actions	/ nbre total d'actions (%)	/ flottant (%)
13-déc.-19	0,610	370	0,02%	0,03%	370	0,02%	0,03%
Moy. 1M	0,630	791	0,04%	0,07%	17 401	0,86%	1,44%
Moy. 3M	0,671	653	0,03%	0,05%	42 443	2,10%	3,52%
Moy. 6M	0,710	490	0,02%	0,04%	64 217	3,18%	5,33%
Moy. 9M	0,748	470	0,02%	0,04%	91 640	4,54%	7,60%
Moy. 12M	0,764	426	0,02%	0,04%	109 134	5,40%	9,06%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Prime extériorisée par l'Offre

Le Tableau 9 présente les primes extériorisées par le Prix d'Offre à la date du dernier jour de cotation précédant la suspension du cours.

Tableau 9 : Cours moyen pondérés par les volumes au 13 décembre 2019 et primes extériorisées par le Prix d'Offre

Données boursières	Cours	Prime
Cours de clôture au 13 décembre 2019	0,61	68,9%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1M	0,63	63,4%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3M	0,67	53,5%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6M	0,71	45,1%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12M	0,76	34,8%
<i>Plus haut sur 12 mois</i>	<i>5-mars-19</i>	<i>7,9%</i>
<i>Plus bas sur 12 mois</i>	<i>31-déc.-18</i>	<i>71,7%</i>

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le Prix d'Offre de 1,03 € par action extériorise une prime de +68,9% par rapport au cours de clôture au 13 décembre 2019. Les calculs effectués par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois extériorisent également des primes importantes de respectivement +63,4%, +53,5%, 45,1% et +34,8%.

Le Prix d'Offre peut aussi s'analyser au regard du plus haut cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 derniers mois (prime de +7,9% par rapport au 5 mars 2019) et du plus bas cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 derniers mois (prime +71,7% au 31 décembre 2018).

IV. Examen des conditions de l'Opération

IV.A. Présentation des conditions de l'Opération

IV.A.1. Transfert d'actifs de Digigram vers Digigram Digital

Le 28 juin 2019, l'Assemblée Générale Mixte de la Société a approuvé l'opération de transfert de l'ensemble de ses activités opérationnelles au profit de sa filiale Digigram Digital détenue à 100% par opération d'apport partiel d'actif. Digigram Digital a également approuvé cet apport par décision de l'associé unique en date du 1^{er} juillet 2019. Cet apport partiel d'actif, qui se trouve définitivement réalisé en date du 1^{er} juillet 2019, est fiscalement et comptablement rétroactif au 1^{er} janvier 2019.

Cette filialisation, réalisée dans l'objectif de lever de nouveaux fonds, a été faite sur la totalité des actifs de Digigram à savoir :

- La recherche, réalisation et commercialisation de produits et systèmes d'électronique et d'informatique et de logiciels associés ;
- Les prestations de services, notamment en matière de radiocommunication ;
- Les activités d'ingénierie en informatique, développement, vente de logiciels et pro logiciels destinés au grand public ;
- La formation de toutes personnes aux techniques de l'informatique ;
- Les participations détenues dans les sociétés Digigram Asia et Digigram Mexico.

Dans une seconde étape, postérieurement aux apports, une émission d'Obligations Convertibles de 400 K€ auprès de Safe and Sound Group et d'investisseurs tiers a été réalisée au sein de Digigram Digital, afin d'assurer la poursuite des activités et le financement partiel du plan de développement du groupe sans dilution pour l'actionnaire Digigram. Par ailleurs, la Société a obtenu un agrément pour le transfert des déficits reportables au bénéfice de sa filiale Digigram Digital.

Digigram détenant, au moment du transfert d'actifs, la totalité des actions émises par Digigram Digital, seule la valeur nette comptable a été prise en considération pour la rémunération des apports et pour la valeur à laquelle les biens sont inscrits dans la comptabilité de Digigram Digital. La valeur nette comptable des actifs cédés au moment du transfert s'élevait, sur la base des comptes au 31 décembre 2018, à 3 676,4 K€ et la valeur comptable des passifs pris en charge à 2 593,3 K€, soit un actif net comptable cédé de 733,1 K€.

La société Legoux et Associés est intervenue en qualité de commissaire à la scission afin d'établir un rapport sur les modalités de l'opération, ainsi qu'un rapport sur les apports en nature.

IV.A.2. Cession de Digigram Digital

Structuration de la Cession

Le 10 mars 2020, Digigram a cédé l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital à un *Pool* d'Investisseurs composé de Safe and Sound, représenté par Monsieur Jérémie Weber, et d'anciens actionnaires de Digigram¹.

¹ Directement et indirectement, Messieurs Pascal Quiry, David Benech, Pierre Bourdonnay et Jacques Yvrai

A la suite de cette Cession, Digigram est devenu une société sans activité opérationnelle dite « coquille vide » n'employant aucun salarié, tandis que Safe and Sound est devenu actionnaire majoritaire de Digigram Digital.

La Cession des actions Digigram Digital, qui a été réalisée dans des conditions similaires concernant Safe and Sound et les anciens actionnaires de Digigram ayant pris part à la Cession, extériorisait une valeur des fonds propres de la Filiale de 954,3 K€.

Équité du prix de Cession pour les actionnaires de Digigram

Dans le cadre de la Cession de Digigram Digital, le cabinet Salustro & Associés a été mandaté le 6 décembre 2019 par le Conseil d'Administration de Digigram afin de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de la Cession. Dans son rapport en date du 10 janvier 2020, le cabinet conclut au caractère équitable des conditions financières de la Cession.

IV.A.3. Transaction sur le bloc majoritaire

Structuration de la Transaction

Le 10 mars 2020, suite à la Cession par la Société de l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital et à la levée des autres conditions suspensives, Digigram a informé ses actionnaires que la société Evergreen a acquis les actions Digigram détenues par Safe and Sound et les Actionnaires Cédants, représentant 54,43% du capital de Digigram.

Le Prix de Transaction des actions Digigram détenues par les parties s'établit à 1,025 € par action, soit un montant global du bloc acquis de 1 171,6 K€, correspondant à une valeur à 100% des fonds propres de la Société de 2 152,5 K€.

Équité du prix de Transaction par rapport au Prix d'Offre proposé aux actionnaires de Digigram

La Transaction constitue une référence retenue à titre principal par Associés en Finance afin d'apprécier le caractère équitable des termes et conditions de l'OPAS initiée par Evergreen, notamment du Prix d'Offre. Elle a été analysée en section III.B.1, qui conclut que le Prix d'Offre par action extériorise une prime de +0,5% par rapport au Prix de Transaction résultant de l'acquisition par Evergreen du bloc de contrôle. L'analyse des accords relatifs à l'acquisition des actions Digigram par Evergreen ne fait apparaître aucun complément de prix au bénéfice de Safe and Sound et des Actionnaires Cédants.

IV.B. Examen des accords connexes entre les parties

Les conditions financières de la Cession de Digigram Digital ont fait l'objet d'une évaluation par le cabinet Salustro & Associés, qui a conclu à leur équité.

La Cession de Digigram Digital ayant été réalisée auprès d'anciens actionnaires de Digigram et constituant une condition suspensive à la Transaction, au cours de laquelle ils ont cédé leurs titres Digigram, elle constitue un accord connexe entre les parties concernées par l'Opération, qui a été examiné par Associés en Finance.

Pour ce faire, dans le contexte de l'évolution des conditions de marché depuis la Cession liée aux conséquences financières de l'épidémie de Covid-19, Associés en Finance a procédé à une évaluation de Digigram Digital au 22 juin 2020, selon une approche multicritère présentée en Annexe 3.

Quelle que soit la méthode utilisée, les résultats de l'évaluation de Digigram Digital par Associés en Finance sont significativement inférieurs au prix de Cession des actions au 10 mars 2020, ainsi qu'aux résultats obtenus par le cabinet Salustro & Associés, ce qui confirme l'équité des conditions financières de la Cession. Ceci s'explique par la pandémie de Covid-19, les mesures prises par les gouvernements et leurs conséquences financières, qui ont eu un impact significatif sur les résultats de Digigram Digital au cours des premiers mois de l'exercice 2020, ayant conduit la Filiale à revoir significativement ses perspectives d'affaires sur l'exercice 2020, et sur l'évolution des marchés financiers.

Le prix de Cession de Digigram Digital, qui extériorise une prime significative par rapport à l'évaluation de la Filiale menée par Associés en Finance au 22 juin 2020 selon une approche multicritère, est donc équitable pour les actionnaires minoritaires de Digigram.

Cependant, la Cession de Digigram Digital ne peut être dissociée de la Transaction sur le bloc majoritaire de Digigram, qui a permis au *Pool* d'Investisseurs de réinvestir dans la Filiale, pour tout ou partie de la valeur résultant de la Transaction. Cette possibilité offerte au *Pool* d'Investisseurs de réinvestir dans Digigram Digital suite la cession de leurs titres Digigram constitue un avantage par rapport aux actionnaires concernés par l'Offre, qui ne pourront réinvestir dans Digigram Digital.

Cependant, compte tenu (i) de l'équité des conditions financières de la cession de Digigram Digital, établie par le cabinet Salustro & Associés et confirmée par Associés en Finance post Covid-19, (ii) des conditions similaires de la Cession de Digigram Digital envers Safe and Sound et les autres actionnaires ayant pris part à la Cession, (iii) de la prime significative extériorisée par le Prix d'Offre par rapport à l'ANR par action de Digigram, établi à l'issue de la réalisation de la Cession et après prise en compte de l'ensemble des actifs et passifs résiduels, et (iv) de l'opportunité de liquidité que constitue l'Offre pour les actionnaires de Digigram, dans un contexte de très faible liquidité de l'action, la Cession de Digigram Digital et les accords entre les parties ne font pas apparaître d'avantage remettant en cause l'équité de l'Opération.

V. Analyse des travaux des banques présentatrices

ODDO BHF, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multicritères de la Société tout comme Associés en Finance.

V.A. Méthodes de valorisation écartées et retenues

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actualisation des dividendes, par l'actualisation des flux de trésorerie, par les comparables boursiers et par les objectifs de cours des analystes.

ODDO BHF a retenu à titre principal la méthode de l'Actif Net Comptable tandis qu'Associés en Finance a retenu cette méthode à titre indicatif.

L'établissement présentateur et Associés en Finance retiennent pour l'évaluation multicritères de Digigram les méthodes suivantes : l'analyse des cours de bourse (à titre indicatif), la méthode des transactions comparables (à titre indicatif), l'Actif Net Comptable (à titre principal pour ODDO BHF tandis qu'Associés en Finance a retenu cette méthode à titre indicatif), l'Actif Net Réévalué (à titre principal) et les références aux transactions récentes réalisées sur le capital (à titre principal).

V.B. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance

V.B.1. Référence au cours de bourse (à titre indicatif)

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice diffère de celle d'Associés en Finance par le choix des périodes d'observation pour les moyennes de cours moyens pondérés par les volumes. ODDO BHF a retenu comme période 20, 60, 120, 250 jours de cotation (sur la base de jours de cotation, que le titre soit négocié ou non), Associés en Finance a observé des moyennes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois. Associés en Finance et la banque présentatrice ont arrêté leurs calculs au dernier jour de cotation avant la suspension du cours de bourse de Digigram le 13 décembre 2019.

V.B.2. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

L'échantillon de transactions considérées comme comparables retenus par Associés en Finance et par la banque présentatrice sont similaires pour les 9 opérations.

La mise en œuvre de la méthode des transactions comparables par ODDO BHF diffère des travaux d'Associés en Finance sur les points suivants :

- Concernant la transaction sur Compagnie Marocaine, ODDO BHF a utilisé l'ANC, qui ne tient pas compte du retraitement de la fiscalité marocaine sur la trésorerie, tandis qu'Associés en Finance a privilégié une approche par l'ANR.

V.B.3. Méthode de l'Actif Net Comptable (à titre indicatif)

Le résultat est similaire pour ODDO BHF et Associés en Finance, cependant la banque présentatrice a retenu la méthode de l'Actif Net Comptable à titre principal tandis que cette méthode est présentée à titre indicatif par Associés en Finance.

V.C. Méthodes retenues à titre principal par Associés en Finance
V.C.1. Méthode de l'Actif Net Réévalué (à titre principal)



Le résultat est similaire pour ODDO BHF et Associés en Finance, la banque présentatrice a détaillé cette méthode en complément de l'Actif Net Comptable dans sa présentation.

V.C.2. Référence aux transactions récentes sur le capital (à titre principal)

Associés en Finance comme la banque présentatrice considèrent l'acquisition d'actions réalisée par Evergreen le 10 mars 2020 comme une référence principale.

V.D. Synthèse

Tableau 10 : Comparaison des valorisations obtenues pour Digigram au 22 juin 2020 par la banque présentatrice et par Associés en Finance selon les différentes méthodes

Méthode	 Associés en Finance	 ODDO BHF
Analyse des transactions récentes sur le capital	Acquisition du bloc majoritaire le 10 mars 2020 à 1,025 € par action	Acquisition du bloc majoritaire le 10 mars 2020 à 1,025 € par action
Actif Net Réévalué	L'Actif Net Réévalué issu des derniers comptes consolidés publiés par Digigram s'établit à 0,21 € par action au 10 mars 2020, le prix d'Offre extériorise une prime de 381,6%	L'Actif Net Réévalué issu des derniers comptes consolidés publiés par Digigram s'établit à 0,21 € par action au 10 mars 2020, le prix d'Offre extériorise une prime de 381,6%
Actif Net Comptable (à titre indicatif pour Associés en Finance, à titre principal pour la banque)	A titre indicatif : L'Actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par Digigram s'établit à 0,24 € par action au 10 mars 2020, le prix d'Offre extériorise une prime de 320,8%	A titre principal : L'Actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par Digigram s'établit à 0,24 € par action au 10 mars 2020, le prix d'Offre extériorise une prime de 320,8%
Méthode des transactions comparables "coquilles vides" (à titre indicatif)	A titre indicatif : Valeur par action de 0,81 €, par la méthode des transactions comparables soit une prime de 27,5% extériorisée par le prix d'Offre.	A titre indicatif : Valeur par action de 0,81 €, par la méthode des transactions comparables soit une prime de 26,8% extériorisée par le prix d'Offre.
Examen du cours de l'action (à titre indicatif)	Prime offerte par l'Offre de 68,9% par rapport au cours de clôture au 13 décembre 2019 Primes comprises entre 34,8% et 63,4% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6 et 12 mois au 13 décembre 2019	Prime offerte par l'Offre de 68,9% par rapport au cours de clôture au 13 décembre 2019 Primes comprises entre 34,8% et 63,4% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20, 60, 120 et 250 jours de bourse au 13 décembre 2019

Sources : ODDO BHF, Associés en Finance

VI. Conclusion

Le 10 mars 2020, suite à la Cession par Digigram de l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital et à la levée des autres conditions suspensives, Digigram a informé ses actionnaires qu'Evergreen a acquis 1 143 052 actions représentant 54,43% du capital de Digigram, pour un prix de 1 171 628,30 €, soit 1,025 € par action. Evergreen s'est engagé à initier une d'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le solde des actions composant le capital social de Digigram, soit 876 933 actions après déduction des 80 015 actions auto-détenues par la Société.

Le 15 avril 2020, le Conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. En application de l'article 261-1-1 I et III du Règlement Général, l'Autorité des Marchés Financiers, dans sa séance du 28 avril 2020, ne s'est pas opposée à cette désignation. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait du contrôle préalable de Digigram par Evergreen (article 261-1 I, 1° du RG), et du fait de la Cession de 100% des actions Digigram Digital par Digigram à un *Pool* d'Investisseurs dont Safe and Sound Group, représenté par M. Jérémie Weber, ex-dirigeant de Digigram, ainsi que d'autres actionnaires sortants de Digigram (article 261-1 I, 2° et 4° du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable du prix de la Cession de Digigram Digital et des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, initiée par Evergreen au Prix d'Offre de 1,03 € par action payable en numéraire, sur la totalité des actions existantes non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 80 015 Actions auto-détenues par la Société, soit un nombre maximum de 876 933 actions représentant 41,76% du capital et 42,33% des droits de vote de la Société, au prix de 1,03 € par action payable en numéraire.

L'Initiateur a indiqué son intention de ne pas demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS. Evergreen a souhaité acquérir le contrôle d'une société « coquille vide » sans activité cotée sur Euronext Paris, telle que la Société, afin d'en faire un véhicule qui pourra saisir les opportunités d'investissement qui se présenteront et d'assurer sa croissance et son développement. L'Offre et la Transaction s'inscrivent comme les deux premières étapes du projet plus global de l'Initiateur de procéder à un rapprochement avec la Société, par voie de fusion-absorption de l'Initiateur par la Société.

Afin de procéder à l'évaluation de Digigram, Associés en Finance a mis œuvre une approche de valorisation multi-critères, en étudiant la pertinence de chacune des méthodes d'évaluation usuelles en fonction de la Société et du contexte de l'Opération, dont les résultats sont synthétisés dans le Tableau 11.

Le Prix d'Offre de 1,03 € par action extériorise :

- Une prime de +0,5% par rapport au Prix de Transaction de 1,025 € par action résultant de l'acquisition du bloc majoritaire par Evergreen le 10 mars 2020, retenu à titre principal ;
- Une prime de +381,6% par rapport à l'ANR par action au 22 juin 2020, estimé à partir de l'ANC au 10 mars 2020 ayant fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes, retenu à titre principal ;
- Une prime de +320,8% par rapport à l'ANC au 10 mars 2020 ayant fait l'objet d'un audit par les commissaires aux comptes, retenu à titre indicatif ;
- Une prime de +68,9% par rapport au cours de clôture de l'action au 13 décembre 2019, dernier jour de cotation avant la suspension du cours de la Société, et des primes respectives de +63,4%, +53,5%, 45,1% et +34,8% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois à cette même date, retenus à titre indicatif ;

- Une prime de +27,5% par rapport aux transactions comparables identifiées au 22 juin 2020 et réalisés sur des « coquilles vides » cotées dépourvues d'activités opérationnelles et d'actifs majeurs, retenues à titre indicatif.

Tableau 11 : Evaluation multicritères de Digigram au 22 juin 2020 et primes extériorisées par le Prix d'Offre

		<u>Valeur par action</u>	<u>Prime / Décote induite</u>
A titre principal	Analyse des transactions récentes sur le capital	Acquisition du bloc majoritaire le 10 mars 2020 à 1,025 €	1,03 € 0,5%
	Actif Net Réévalué	Actif Net Réévalué au 22 juin 2020	0,21 € 381,6%
	ANC (à titre indicatif pour AeF)	Actif Net Comptable au 10 mars 2020	0,24 € 320,8%
A titre indicatif	Méthode des transactions comparables "coquilles vides" (à titre indicatif)	Méthode des transactions comparables sur les "coquilles vides" au 22 juin 2020	0,81 € 27,5%
	Examen du cours de l'action (à titre indicatif)	Cours de clôture au 13 décembre 2019	0,61 € 68,9%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	0,63 € 63,4%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	0,67 € 53,5%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	0,71 € 45,1%
Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois		0,76 € 34,8%	

Source : Associés en Finance

La Cession de Digigram Digital ayant été réalisée auprès d'anciens actionnaires de Digigram et constituant une condition suspensive à la Transaction, au cours de laquelle ils ont cédé leurs titres Digigram, elle constitue un accord connexe entre les parties concernées par l'Opération, qui a été examiné par Associés en Finance. Pour ce faire, dans le contexte de l'évolution des conditions de marché depuis la Cession liée aux conséquences financières de l'épidémie de Covid-19, Associés en Finance a procédé à une évaluation de Digigram Digital au 22 juin 2020 selon une approche multicritère, qui confirme l'équité des conditions financières de la Cession de la Filiale pour les actionnaires de Digigram.

La Cession de Digigram Digital ne peut être dissociée de la Transaction sur le bloc majoritaire de Digigram, qui a permis au *Pool* d'Investisseurs de réinvestir dans la Filiale, pour tout ou partie de la valeur résultant de la Transaction. Cette possibilité offerte au *Pool* d'Investisseurs de réinvestir dans Digigram Digital suite la cession de leurs titres Digigram constitue un avantage par rapport aux actionnaires concernés par l'Offre, qui ne pourront réinvestir dans Digigram Digital.

Cependant, compte tenu (i) de l'équité des conditions financières de la cession de Digigram Digital, établie par le cabinet Salustro & Associés et confirmée par Associés en Finance post Covid-19, (ii) des conditions similaires de la Cession de Digigram Digital envers Safe and Sound et les autres actionnaires ayant pris part à la Cession, (iii) de la prime significative extériorisée par le Prix d'Offre par rapport à l'ANR par action de Digigram, établi à l'issue de la réalisation de la Cession et après prise en compte de l'ensemble des actifs et passifs résiduels, et (iv) de l'opportunité de liquidité que constitue l'Offre pour les actionnaires de Digigram, dans un contexte de très faible liquidité de l'action, la Cession de Digigram Digital et les accords entre les parties ne font pas apparaître d'avantage remettant en cause l'équité de l'Opération.

Le Prix d'Offre de 1,03 € par action est donc équitable pour les actionnaires minoritaires de Digigram.



Philippe Leroy
Associés en Finance

VII. Annexes

VII.A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission

Présentation de l'expert indépendant

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 20 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans le modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 12 : Missions d'Associés en Finance et Détrouyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
mai-20	Harvest	Winnipeg Participations	Lazard / Alantra	OPR-RO
déc.-19	Weborama	Startup Avenue	Portzamparc	OPAS puis RO
déc.-19	M2i	Prologue	Invest Securities	OPE
nov.-19	ITS Group	ITS Participations	Invest Securities	OPAS puis RO
nov.-19	Futuren	EDF Renouvelables	Crédit Agricole CIB	RO
juil.-19	April	CVC	Deutsche Bank / Natixis / Lazard Frères	OPAS
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Crédit Agricole CIB	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et met en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262-1.

Personnes associées à la réalisation de la mission

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Pierre Charmion, Managing Director, Arthur Imbert, Associate. Mathilde de Montigny, Managing Director, a été en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Au cours de sa mission, Associés en Finance a eu des contacts téléphoniques réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous.

- Contacts téléphoniques avec les personnes suivantes :
 - Florence Marchal, Directeur Financier et Ressources Humaines, Digigram Digital ;
 - Romain Attard, Managing Director – Head of Public M&A / ECM France, ODDO BHF Corporate Finance ;
 - François Dalbies, Analyst, ODDO BHF Corporate Finance.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

- Analyse de documents :
 - Organigramme du groupe ;
 - Statuts de Digigram et de Digigram Digital ;
 - Détail de l'actionnariat de Digigram et de Digigram Digital ;
 - Documentation relative à la réduction de capital de Digigram ;
 - Procès-verbaux des Conseils d'Administration de Digigram et des Assemblées Générales (sur les 3 derniers exercices) ;
 - Traité d'apport partiel d'actif entre Digigram et Digigram Digital ;
 - Documentation relative aux accords passés entre Digigram et Digigram Digital ;
 - Le contrat relatif à la cession des actions de Digigram Digital ;
 - Documentation juridique concernant la cession des titres Digigram Digital au groupe d'investisseurs ;
 - Contrats de cession des blocs minoritaires ;
 - Plan d'affaires 2020-2024 de Digigram Digital (établi en octobre 2019, utilisé pour les travaux sur la valorisation de Digigram Digital) ;
 - Documentation relative à l'impact du Covid-19 : compte d'exploitation et prévision de trésorerie ;
 - Termes et conditions des instruments de dette de Digigram Digital ;
 - Synthèse de l'endettement intégrant les reports Covid-19 d'échéances des prêts ;
 - Document Administratif Unique sur termes et conditions des Obligations Convertibles ;
 - Rapport d'évaluation de Digigram Digital réalisé par Salustro & Associés ;

- Rapport d'audit de KPMG sur l'état de l'actif net comptable et du passif au 10 mars 2020.
- Utilisation des bases de données
 - Utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - Utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.
- Analyse de la Société
 - Analyse financière, comptes de Digigram et Digigram Digital ;
 - Analyse de l'opération portant sur le double projet de cession : de Digigram Digital à un groupe d'investisseurs et de Digigram à Evergreen.
- Evaluation de Digigram et Digigram Digital selon des approches multicritères ;
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus ;
- Examen du projet de note d'information ;
- Examen du projet de note en réponse ;
- Examen des travaux de la banque présentatrice ;
- Rédaction du rapport d'expertise ;
- Mise en œuvre du contrôle qualité.

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) sont de 50 000 € hors TVA.

VII.B. Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 15 M€ pour le plus faible à 850 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent

égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1,0% du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65%.

Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

VII.C. Annexe 3 : Evaluation au 22 juin 2020 de Digigram Digital

L'évaluation de Digigram Digital a été réalisée au 22 juin 2020 selon une approche multicritère sur la base du plan d'affaires utilisé par le cabinet Salustro & Associés en janvier 2020 pour la valorisation de la Filiale.

Afin de tenir compte des conséquences financières de l'épidémie de Covid-19 sur son activité, Digigram Digital a procédé à une actualisation du budget sur l'exercice 2020, en forte baisse par rapport aux prévisions établies en janvier 2020. La Filiale a également établi un plan de trésorerie sur les exercices 2020 et 2021, lui ayant permis de solliciter et d'obtenir en mai 2020 un Prêt Garanti par l'Etat d'un montant significatif, qui doit lui permettre de s'assurer de sa capacité à faire face à ses principaux passifs, ainsi que de surmonter les conséquences de l'épidémie sur son activité et ses perspectives.

L'approche multicritère mise en œuvre par Associés en Finance pour l'évaluation de Digigram Digital se fonde sur les méthodes suivantes :

■ Méthodes écartées :

- Méthode de l'Actif Net Comptable : L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale fondée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de Digigram Digital et des conséquences de l'épidémie.
- Méthode de l'Actif Net Réévalué : La méthode de l'Actif Net Réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation en valeur de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings et les « coquilles vides », mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation de Digigram Digital, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender l'activité de la Filiale.
- Valorisation par les dividendes : Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue pour Digigram Digital, dans la mesure où il n'y a pas eu de politique de distribution chez Digigram ou Digigram Digital au cours du temps.
- Valorisation par les transactions comparables : La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Dans la situation actuelle et du fait des agrégats financiers de Digigram Digital fortement impactés par les conséquences financières de l'épidémie de Covid-19, la méthode ne peut être appliquée.
- Méthode des comparables boursiers : La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. Dans la situation actuelle et du fait des agrégats financiers de Digigram Digital fortement impactés par les conséquences financières de l'épidémie de Covid-19, la méthode ne peut être appliquée.
- Référence à la dernière transaction sur le capital de Digigram Digital : La Cession de 100% des actions de Digigram Digital à un *Pool* d'Investisseurs au prix de 954,3 K€ en date du 10 mars 2020 est la dernière transaction intervenue sur le capital. Suite à l'épidémie de Covid-19 et à ses conséquences sur l'activité de Digigram Digital, qui a donné lieu à une révision significative du budget sur l'exercice 2020 et dont les

conséquences devraient perdurer sur les exercices suivants, la Cession ne constitue plus une référence de valorisation. Il convient également de noter que le *Pool* d'Investisseurs est composé d'anciens actionnaires de Digigram et que la Cession ne peut donc être considérée comme une transaction intervenue entre tiers.

- Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to Equity*) : Les conséquences financières de l'épidémie de Covid-19 ont entraîné une baisse importante de l'activité et des résultats de Digigram Digital au cours des premiers mois de l'exercice 2020, ayant conduit à une forte révision à la baisse de son budget 2020. En conséquence, la Filiale a également établi un plan de trésorerie sur les exercices 2020 et 2021, lui ayant permis de solliciter et d'obtenir un Prêt Garanti par l'Etat. La mise en place de ce plan devrait permettre à Digigram Digital de disposer d'une trésorerie suffisante pour faire face à cette situation exceptionnelle et à ses principaux passifs. Cependant, le niveau d'endettement engendré, et l'incertitude sur les perspectives d'activité à moyen terme et la capacité de la Société à verser un dividende ne permet pas d'appliquer la méthode de valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires.
- Examen du cours de bourse et objectifs de cours des analystes : Inapplicables dans le cas d'espèce.

■ **Méthode retenue :**

- Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (*DCF to Firm*) : la méthode a été retenue par Associés en Finance à titre principal. Comme indiqué précédemment, les conséquences financières de l'épidémie de Covid-19 ont entraîné une baisse importante de l'activité et des résultats de Digigram Digital au cours des premiers mois de l'exercice 2020, ayant conduit à une forte révision à la baisse de son budget 2020. La Filiale anticipant un impact sur son activité à moyen terme, elle a également revu ses prévisions sur l'exercice 2021. Les perspectives d'affaires utilisées par Associés en Finance dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode sont ainsi significativement inférieures aux prévisions établies en janvier 2020, utilisées par le cabinet Salustro & Associés pour son évaluation qui a servi de base à la détermination du prix de Cession. Par ailleurs, la baisse significative des marchés financiers et l'augmentation de l'aversion au risque des investisseurs ont occasionné une hausse importante des primes de marché utilisées pour la détermination du coût du capital et l'actualisation des flux de trésorerie.

Au 22 juin 2020, l'évaluation de Digigram Digital par la méthode *DCF to Firm*, seule méthode retenue par Associés en Finance à l'issue de la mise en place de l'approche multicritère, aboutit à une valeur d'entreprise de 1,2 M€, en baisse de -34,9% par rapport aux résultats obtenus par Salustro en janvier 2020, et à une valeur des fonds propres de 64,4 K€, en baisse de -93,2% par rapport aux résultats obtenus par Salustro en janvier 2020.

Ainsi, le prix de Cession des actions au 10 mars 2020, établi selon les résultats obtenus par le cabinet Salustro & Associés, extériorise une prime de +1 376,1% par rapport à l'évaluation de Digigram Digital par la méthode *DCF to Firm* au 22 juin 2020 mise en place par Associés en Finance.

VII.D. Annexe 4 : Présentation des transactions comparables

Financière Marjos

Le 12 juillet 2017 Krief Group et Park Madison ont conclu l'acquisition de 65,1% du capital de Financière Marjos, au prix de 0,10 € par action. Financière Marjos était alors une société qui n'avait plus d'activité opérationnelle et sans aucun actif autre que des actifs résiduels. Le 4 novembre 2019, Krief Group et Park Madison ont déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au même prix que l'acquisition des blocs. Au 30 juin 2019, l'ANR de la société s'élevait à -1,4 M€.

NR21

Le 1er août 2019, Altarea Cogedim a procédé à l'acquisition de 63,6% du capital de la société NR21 au prix de 0,94 € par action. Le 30 septembre 2019 Altarea Cogedim a alors déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au prix de 1,13 € par action. NR21 était une société holding qui était depuis le 10 mai 2019 une coquille cotée sans aucune activité opérationnelle. Au 30 juillet 2019, l'ANR de la société s'élevait à 1,63 K€.

CFI

Le 12 janvier 2018, Financière Apsys a procédé à l'acquisition de 89,1% du capital de la société CFI au prix de 0,83 € par action. Le 9 mai 2018, Apsys a déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au prix de 1,0 € par action. CFI était depuis décembre 2014 et la cession de ses deux filiales une société sans aucune activité opérationnelle. Au 30 juillet 2019, l'ANR de la société s'élevait à 300 K€.

Compagnie Marocaine

Le 3 décembre 2015, RLC a finalisé l'acquisition de 70,4% du capital de la société Compagnie Marocaine au prix de 18,30 € par action. Le 22 décembre 2015, RLC a alors déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au même prix que l'acquisition du bloc. Compagnie Marocaine était depuis 2007 une société dont la seule activité résiduelle consistait en la gestion de son portefeuille de valeurs mobilières. Au 30 juin 2015, l'ANR de la société s'élevait à 2,1 M€.

Emme

Le 31 mars 2015, Société Financière de Participation Industrielle (SFPI) a finalisé l'acquisition de 97,5% du capital de la société Emme au prix de 3,20 € par action. Le 23 juin 2015, SFPI a alors déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au même prix que l'acquisition du bloc. Emme était sans activité suite à la cession de ses actifs opérationnels à Avanquest en mars 2015. Au 31 mars 2015, l'ANR de la société s'élevait à 7,1 M€, principalement composé d'écarts d'acquisition et de trésorerie.

Medea

Le 16 octobre 2013, Artea a finalisé l'acquisition de 96,7% du capital de la société Medea au prix de 0,89 € par action. Le 13 novembre 2013, Artea a alors déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au même prix que l'acquisition du bloc. Medea était une société sans aucune activité opérationnelle et qui n'employait aucun salarié. Au 15 octobre 2013, l'ANR de la société était composé uniquement de trésorerie et s'élevait à 367 €.

Foncière 7 investissement

Le 24 février 2012, Ingefin a finalisé l'acquisition de 98,5% du capital de la société Foncière 7 Investissement au prix de 1,51 € par action. Le 23 mars 2012, Ingefin a alors déposé un projet d'OPAS

portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au même prix que l'acquisition du bloc. Foncière 7 Investissement était une société sans activité opérationnelle dont la seule activité consistait en la gestion de sa trésorerie. Au 31 janvier 2012, l'ANR de la société s'élevait à 1,01 M€.

MB Retail Europe

Le 6 janvier 2012, Eurasia Groupe a finalisé l'acquisition de 99,8% du capital de la société MB Retail Europe au prix de 0,01 € par action. Le 27 janvier 2012, Eurasia Group a alors déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au même prix que l'acquisition du bloc. MB Retail Europe était une société holding d'un fonds immobilier sans actif, ni activité opérationnelle. Au 30 juin 2011, l'ANR de la société s'élevait à -295 K €.

FIPP

Le 7 juin 2011, Acanthe a finalisé l'acquisition de 85,4% du capital de la société FIPP au prix de 13,72 € par action. Le 14 juin 2011, Acanthe a alors déposé un projet d'OPAS portant sur l'acquisition des titres non encore détenus au même prix que l'acquisition des blocs. FIPP était une société sans activité opérationnelle dont la seule activité consistait en la gestion de sa trésorerie. Au 31 mars 2011, l'ANR de la société s'élevait à 143,5 K€.

VII.E. Annexe 5 : Lettre de mission

Philippe Leroy

Président

Associés en Finance

4/6/8, rue Daru

75008 Paris

Tel. : +33 1 44 50 56 25

Digigram

82-84 Allée Galilée

38330 Montbonnot-Saint-Martin

**A l'attention de M. Samuel Moreau
Président du Conseil d'Administration**

Paris, le 14 avril 2020

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Objet : Lettre de Mission – Expertise indépendante dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Evergreen sur les actions Digigram

Monsieur,

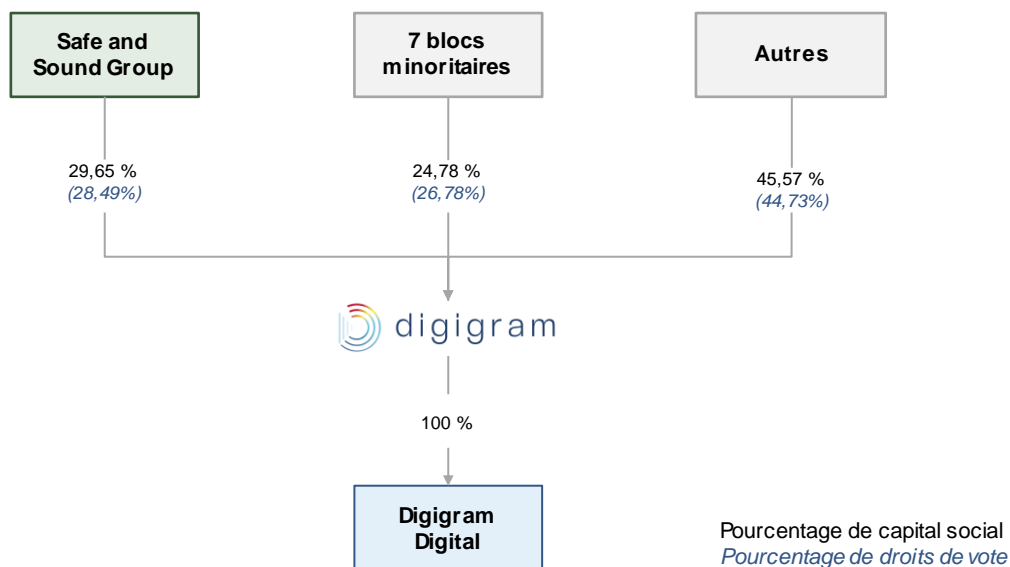
Je fais suite par le présent courrier à nos échanges, au cours desquels vous nous avez indiqué votre nécessité de disposer d'une expertise indépendante dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Evergreen (ci-après « **l'Initiateur** ») sur les actions Digigram (ci-après la « **Société** »).

Digigram est une société française créée en 1985 et spécialisée dans la fabrication et la distribution de systèmes de transmission sécurisée de données audio-numériques en environnements critiques. Sa clientèle comprend principalement des acteurs de l'industrie audiovisuelle et des technologies de l'information (journalistes, radiodiffuseurs, ingénieurs du son).

En juillet 2019, Digigram a procédé au transfert de 100% de ses activités opérationnelles auprès de Digigram Digital, une nouvelle entité non cotée, via un apport partiel d'actifs. Cette filialisation a été réalisée dans l'objectif de lever de nouveaux fonds destinés à financer le développement de Digigram Digital, ce qui a été réalisé postérieurement aux apports au travers de l'émission d'obligations convertibles. Ces dernières seront convertibles en actions Digigram Digital en cas de lancement d'une offre publique sur les titres de Digigram, qui donnera lieu à l'intervention d'un expert indépendant.

Le 13 décembre 2019, le cours de Digigram a été suspendu dans l'attente de la publication d'un communiqué.

Figure 1 : Structure actionnariale de Digigram au 11 février 2020



Note : Pourcentage de capital social – Pourcentage de droits de vote

Au travers d'un communiqué publié le 11 février 2020, Digigram a présenté l'opération suivante (ci-après « **l'Opération** ») :

- La société Evergreen a signé avec Safe and Sound Group (détenant 622 747 actions Digigram soit 29,65% du capital) et sept actionnaires minoritaires plusieurs contrats de cession portant sur l'intégralité de leurs actions Digigram, soit un nombre total de 1 143 052 actions Digigram représentant 54,43% du capital de Digigram. Le prix retenu pour la cession de ces actions est de 1,025 € par action Digigram, faisant ressortir une valeur de 100% des titres Digigram de 2 152 500 € intégrant la valeur de sa filiale à 100% Digigram Digital. A l'issue de l'acquisition des blocs d'actions Digigram, Evergreen sera dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée auprès de l'Autorité des Marchés Financiers sur le solde des actions Digigram au prix de 1,025 € par action, éventuellement ajusté conformément aux termes des contrats de cession de blocs d'actions ;
- Conjointement à la cession des blocs d'actions Digigram, Digigram souhaite céder 100% des actions de Digigram Digital à un groupe d'investisseurs dont Safe and Sound Group ainsi que d'autres actionnaires sortants de Digigram (ci-après la « **Cession** ») au prix de 951 000 € (valeur centrale estimée par l'évaluation du cabinet Salustro & Associés datée du 10 janvier 2020) ;

La réalisation des cessions des blocs d'actions Digigram est conditionnée à la réalisation de plusieurs conditions suspensives, dont notamment la cession par Digigram de sa filiale Digigram Digital.

A l'issue de l'Opération, les structures actionnariales des deux sociétés sont présentées en Figures 2 et 3.

Figure 2 : Actionnariat de Digigram Digital post-Opération

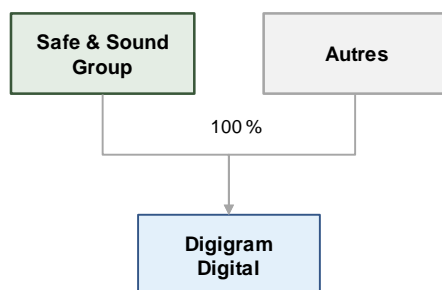
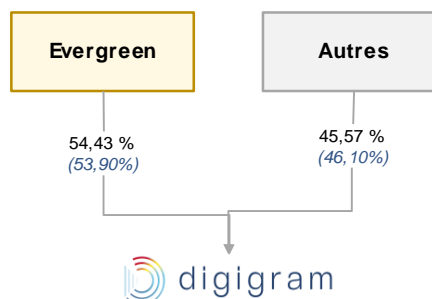


Figure 3 : Actionnariat de Digigram post-Opération avant OPAS



Note : Pourcentage de capital social – Pourcentage de droits de vote

Le 10 mars 2020, suite à la Cession par la Société de l'intégralité des actions de sa filiale Digigram Digital et à la levée des autres conditions suspensives, Digigram a informé ses actionnaires que la société Evergreen a acquis 1 143 052 actions représentant 54,43% du capital de Digigram, pour un prix de 1 171 628,30 €, soit 1,025 € par action.

Ainsi, Evergreen déposera prochainement un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée au prix de 1,03 € par action visant la totalité du capital de Digigram (ci-après « **l'OPAS** » ou « **l'Offre** »). L'Offre impliquant un recours à un expert indépendant au titre des stipulations de l'article 261-1 I 1° du Règlement Général de l'AMF, du fait du contrôle préalable de Digigram par Evergreen, et des articles 261-1 I 2° et 261-1 I 4°, du fait de la cession de 100% des actions Digigram Digital par Digigram à un groupe d'investisseurs dont Safe and Sound Group, représenté par M. Jérémie Weber, ex-dirigeant de Digigram, ainsi que d'autres actionnaires sortants de Digigram, vous avez sollicité Associés en Finance afin de procéder à une expertise indépendante sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Opération dans sa globalité, à savoir ceux de la Cession et ceux de l'OPAS (ci-après la « **Mission** »).

La société Evergreen n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS. Elle a l'intention de procéder à un rapprochement par voie de fusion-absorption d'Evergreen par Digigram, avec pour objectif la cotation de l'entité ainsi fusionnée afin d'accélérer le plan de développement d'Evergreen. Cette deuxième opération, qui n'est pas incluse dans le périmètre de la Mission, sera soumise à l'approbation des actionnaires de Digigram et à l'examen de l'AMF.

La présente lettre (ci-après la « **Lettre de Mission** ») a pour objet de déterminer les termes selon lesquels Associés en Finance interviendra auprès de Digigram pour conduire cette Mission.

Article 1 : Prestations

Dans le cadre de la présente Lettre de Mission, les prestations fournies par Associés en Finance seront les suivantes :

- Associés en Finance prendra connaissance des informations publiques concernant Digigram et Digigram Digital, ainsi que des informations transmises par la Société et ses conseils, afin de procéder à une analyse de l'activité de la Société, de Digigram Digital et de leur environnement économique et opérationnel ;
- Associés en Finance prendra connaissance des conditions de cession de Digigram Digital, ainsi que des travaux d'évaluation réalisés par les conseils, l'expert indépendant et la documentation relative à la Cession ;
- Associés en Finance prendra connaissance de toute la documentation relative à l'Opération, en ce compris les contrats de cession de blocs d'actions Digigram ;
- Associés en Finance appréciera le contexte et les enjeux de l'Opération (en ce compris ceux de la Cession de Digigram Digital), les intentions exprimées par les différents actionnaires, ainsi que les contrats, conditions spécifiques et opérations connexes entre les sociétés et leurs actionnaires respectifs, et leur impact sur les valorisations ;
- Associés en Finance procèdera à une analyse détaillée des états financiers de Digigram au cours des dernières années, de l'environnement économique et opérationnel de la Société, ainsi que des prévisions élaborées par leur management, afin de juger des perspectives de flux à moyen et long terme ;
- Associés en Finance procèdera à une analyse détaillée de l'évolution du cours de l'action Digigram au cours des dernières années, ainsi que de la liquidité du titre ;
- Associés en Finance mettra en œuvre une valorisation multi-critères de Digigram et de Digigram Digital, en étudiant la pertinence de chacune des méthodes d'évaluation usuelles (actif net comptable, actif net réévalué, cours de l'action, actualisation des flux prévisionnels sous la forme *DCF to Firm* ou *DCF to Equity*, actualisation des dividendes, méthodes analogiques par les comparables boursiers ou les transactions comparables, transactions récentes sur le capital, etc.) et en fondant son évaluation sur leur plan d'affaires ;
- Associés en Finance examinera l'équité des termes et conditions de la Cession et de l'Offre au regard des différentes valorisations réalisées et de la liquidité des différents titres ;
- Associés en Finance appréciera l'égalité de traitement entre les actionnaires, notamment entre Safe and Sound Group et les actionnaires n'ayant pas eu la possibilité d'investir dans Digigram Digital ;
- Associés en Finance effectuera de manière contradictoire une revue critique des éléments d'appréciation des conditions de l'Offre élaborés par l'établissement présentateur, du point de vue de la pertinence des méthodes et du point de vue des données et hypothèses utilisées ;
- Associés en Finance présentera ses travaux et ses résultats dans un rapport (ci-après le « **Rapport** »), qui pourra être présenté au Conseil d'Administration de la Société.

La Mission d'Associés en Finance nécessite d'apprécier l'Opération dans son ensemble, à savoir tant les conditions financières de l'OPAS que celles de la Cession de Digigram Digital

et les conditions spécifiques d'investissement des différents actionnaires sous l'angle de l'égalité de traitement. La fusion-absorption d'Evergreen par Digigram, qui constitue une autre opération, ne fera pas partie du périmètre étudié par Associés en Finance.

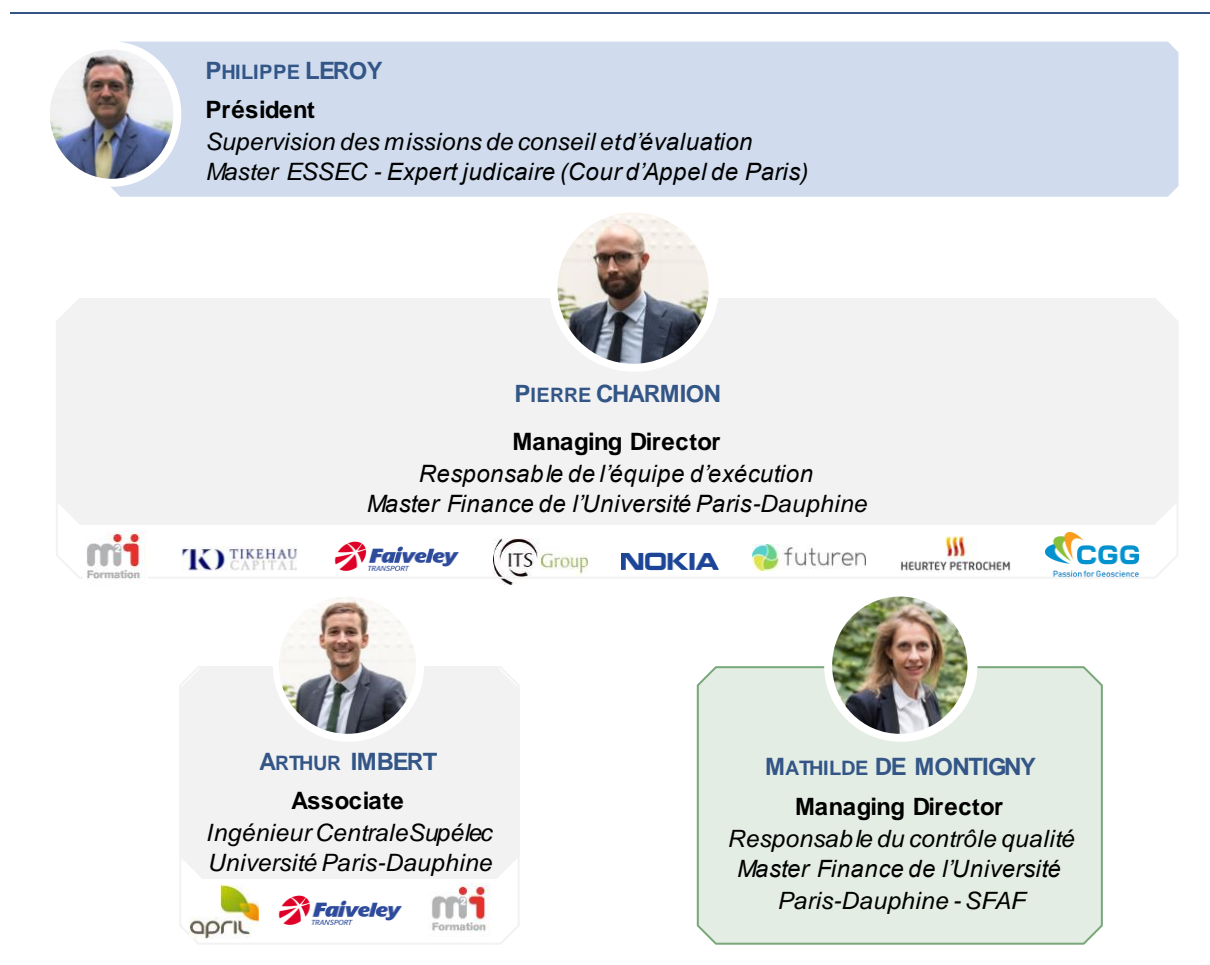
Article 2 : Moyens mis en œuvre

Associés en Finance dispose de l'ensemble des moyens humains et matériels nécessaires à la conduite de la Mission, notamment l'accès aux bases de données financières (Bloomberg, Capital IQ, etc.), et mettra à disposition de Digigram toutes les compétences utiles à sa réalisation sans recours à des tiers extérieurs.

Les travaux seront réalisés en collaboration avec les conseils de la Société à partir des informations communiquées par les parties concernées, d'entretiens conduits avec les responsables de Digigram et des bases de données d'Associés en Finance.

Pierre Charmion sera responsable de l'exécution. Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, sera responsable de la Mission. Associés en Finance prévoit une équipe de 3 à 4 personnes dédiées à la Mission. Elle sera complétée en tant que de besoin si la conduite de la Mission le requiert. Un contrôle qualité des travaux sera également mis en place par un responsable d'Associés en Finance n'ayant pas participé à la Mission.

Figure 4 : Equipe d'Associés en Finance dédiée à la Mission



Philippe Leroy est diplômé de l'ESSEC et Expert Judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris. Il est Président Directeur Général de Détroyat Associés depuis 2005 et Président d'Associés en Finance depuis 2015. Il a notamment supervisé la plupart des missions d'évaluation et d'expertise indépendante réalisées par Associés en Finance au cours des 36 derniers mois (Europacorp, Weborama, M2i, ITS Group, April, etc.).

Pierre Charmion est diplômé d'un master finance de l'Université Paris-Dauphine, où il a également exercé en tant que chargé d'enseignement en finance. Il a rejoint l'équipe d'Associés en Finance en 2011 et il est co-responsable de l'équipe d'évaluation aux côtés de Mathilde de Montigny. Il a été impliqué, notamment en tant que responsable de de l'équipe d'exécution, sur une vingtaine d'expertises indépendantes dans le cadre d'offres publiques ou de restructuration (EuropaCorp, ITS Group, M2i, Futuren, Salvepar, SIPH, Le Tanneur, etc.).

Arthur Imbert est ingénieur diplômé de CentraleSupélec et d'un master spécialisé en Finance de l'Université Paris-Dauphine. Il a rejoint l'équipe d'Associés en Finance en 2015 et il est associé depuis 2018. Il a été impliqué sur une dizaine d'expertises indépendantes dans le cadre d'offres publiques (ITS Group, M2i, Futuren, April, Salvepar, SIPH, Faivaley, SAFTI, etc.).

Article 3 : Durée de la Mission

Associés en Finance débutera ses travaux dès la signature de la Lettre de Mission. Comme le stipule l'article 262-1 alinéa 2 du Règlement Général de l'AMF, la Mission sera réalisée dans un délai minimum de 20 jours de négociation dépendant de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition.

Le Rapport d'Associés en Finance sera inclus dans la note en réponse concernant l'OPAS, dont le dépôt est initialement prévu au mois de mai 2020.

Associés en Finance mettra à disposition de Digigram l'équipe et les moyens nécessaires pour mener à bien la Mission dans les délais impartis.

Article 4 : Confidentialité

Associés en Finance s'engage à garantir la confidentialité des documents et informations qui lui seraient communiqués dans le cadre de la Mission par Digigram. Associés en Finance ne pourra utiliser les Informations Complémentaires à d'autres fins que celles de la présente Lettre de Mission. Associés en Finance ne pourra communiquer les Informations Complémentaires à aucun tiers sans l'accord préalable de Digigram sauf si Associés en Finance y est tenu en vertu de toute loi, règlement, règle ou directive professionnelle ou déontologique qui lui est applicable ainsi qu'à la demande expresse de l'Autorité des Marchés Financiers ou par suite de décision définitive d'une juridiction compétente.

L'expression « Informations Complémentaires » exclut seulement les informations : (i) qui, au moment où elles ont été communiquées à Associés en Finance, appartenaient déjà au domaine public ; (ii) qui, à tout moment suivant cette communication, tombent dans le domaine public sans que cela ne résulte de la violation des engagements d'Associés en Finance ; (iii) qui étaient légalement en possession d'Associés en Finance avant cette

communication ; ou (iv) que Associés en Finance a reçues ou reçoit d'un tiers qui à ce moment-là, à la connaissance de Associés en Finance, n'était pas tenu de respecter certaines restrictions applicables à la communication de ces informations.

Par ailleurs, Associés en Finance s'engage à garantir la confidentialité de l'ensemble des échanges oraux ou écrits engagés avec Digigram et ses conseils dans le cadre de la présente Mission. Associés en Finance pourra néanmoins, au terme de la Mission, faire publiquement état de l'existence de la présente Mission, à titre de référence commerciale.

Article 5 : Rémunération

En rémunération des prestations fournies par Associés en Finance dans le cadre de la présente Lettre de Mission, Digigram s'engage à verser à Associés en Finance une rémunération forfaitaire de 50 000 € HT, dont 50% sera payable à la commande et le solde payable au dépôt de l'Offre. Ils correspondent à une estimation de volume horaire total d'environ 180 heures (estimation fondée sur l'hypothèse d'une équipe de 3 personnes hors contrôle qualité).

Si la durée d'exécution des prestations devait dépasser la date prévue, ou si des prestations complémentaires devaient être assurées, une rémunération complémentaire serait due et ferait l'objet d'un avenant à la Mission, validée par Digigram avant tout engagement ou réalisation de prestations.

Article 6 : Frais

Associés en Finance assumera les frais et débours qu'il aura engagés dans le cadre de la présente Mission, à l'exception des frais de déplacement dont le remboursement sera sollicité auprès de Digigram après avoir obtenu l'accord de ce dernier.

Si des frais spécifiques, notamment de documentation, s'avéraient nécessaires et devaient être engagés à la demande de Digigram, Associés en Finance solliciterait le remboursement des frais et débours correspondants auprès de Digigram.

Article 7 : Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou de lien en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;

- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit mois précédant sa désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance.

Associés en Finance est intervenu récemment en qualité d'expert indépendant au titre des opérations régies par le Règlement Général de l'AMF figurant dans le tableau suivant.

Tableau 1 : Expertises indépendantes d'Associés en Finance concernant des offres publiques réalisées lors des 36 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
déc.-19	Weborama	Startup Avenue	Portzamparc	OPAS puis RO
déc.-19	M2i	Prologue	Invest Securities	OPE
nov.-19	ITS Group	ITS Participations	Invest Securities	OPAS puis RO
nov.-19	Futuren	EDF Renouvelables	Crédit Agricole CIB	RO
juil.-19	April	CVC	Deutsche Bank / Natixis / Lazard Frères	OPAS
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et met en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262-1.

Article 8 : Responsabilités

Ni Associés en Finance ni aucun de ses administrateurs, mandataires sociaux ou salariés ne pourront être tenus responsables vis-à-vis de Digigram, de ses participations ou de tout tiers, de toute réclamation, perte (y compris d'un manque à gagner), dommage, préjudice, coût ou dépense subis par Digigram, ses participations ou toute autre personne, relatifs ou résultants des engagements d'Associés en Finance dans le cadre de la présente Lettre de Mission, sauf si cette réclamation, perte, préjudice, coût ou dépense est relatif ou résulte principalement d'une faute lourde d'Associés en Finance, autre qu'une action ou omission, à la demande, ou avec l'accord Digigram, reconnu comme tel par un jugement définitif.

Article 9 : Droit applicable et Attribution de juridiction

La présente Lettre de Mission est régie par le droit français. Digigram et Associés en Finance conviennent expressément que tout litige entre eux qui pourrait résulter de l'interprétation, de l'application et/ou de l'exécution de la présente Lettre de Mission et qui n'aurait pu être réglé à l'amiable, sera soumis à la compétence exclusive du tribunal compétent du ressort de la Cour d'Appel de Paris.

Nous vous remercions de bien vouloir nous confirmer votre accord sur les conditions de la Mission que vous avez bien voulu nous confier en nous retournant un exemplaire de la présente Lettre de Mission revêtu de votre signature, précédée de la mention manuscrite "Lu et approuvé – Bon pour accord".

En vous remerciant de la confiance dont vous nous témoignez, nous vous prions de croire, Monsieur, à l'assurance de notre considération distinguée.

Fait à Paris, le 14 avril 2020

En deux exemplaires originaux

Associés en Finance

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'P. Leroy', is written over a horizontal line. To the left of the signature is a blue shield-shaped logo containing a white checkmark.

Représenté par : Philippe Leroy
Président

Digigram

(Signature précédée de la mention manuscrite « Lu et approuvé – Bon pour accord »)

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'Samuel Moreau', is written over a horizontal line. To the left of the signature is a blue shield-shaped logo containing a white checkmark.

Représentée par : Samuel Moreau
Président du Conseil d'Administration