

La présente note d'information 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



INITIEE PAR



PRESENTEE PAR



ETABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

NOTE D'INFORMATION DE LA SOCIETE PIXEL HOLDING

PRIX DE L'OFFRE :

160 euros par action TESSI

Il est précisé que ce prix de 160 euros s'entend avant détachement du dividende exceptionnel et de l'acompte sur dividende envisagés, tels que décrits en Section 1.1.1 (Motifs de l'Offre) de la présente note d'information, qui seront respectivement soumis au vote de l'Assemblée générale des actionnaires de Tessi et à son directoire, prévus postérieurement à la clôture de la présente Offre.

DUREE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers conformément à son règlement général.



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée en date du 5 février 2019, apposé le visa n°19-038 en date du 5 février 2019 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par Pixel Holding et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I, du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Pixel Holding seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »).

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

La présente note d'information est disponible sur les sites Internet de Pixel Holding (pixelholding.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org). Elle peut être obtenue sans frais auprès de :

PIXEL HOLDING
30 bis, rue Sainte-Hélène
69002 Lyon

ODDO BHF SCA
12, boulevard de la Madeleine
75440 Paris Cedex 09

Table des Matières

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	6
1.1.1	Motifs de l'Offre.....	6
1.1.2	Actions Tessi détenues par l'Initiateur	7
1.1.3	Acquisition d'actions Tessi	7
1.1.4	Autorisations réglementaires	7
1.2	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir	7
1.2.1	Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière	7
1.2.2	Intentions en matière d'emploi	7
1.2.3	Composition des organes sociaux et de la direction de Tessi.....	8
1.2.4	Intérêts de l'Offre pour la Société et ses actionnaires – Synergies.....	8
1.2.5	Intentions concernant une éventuelle fusion	8
1.2.6	Intentions concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société.....	9
1.2.7	Politique de distribution de dividendes de Tessi	9
1.3	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue .	9
1.3.1	Prêt d'actionnaire entre l'Initiateur et la Société	9
1.3.2	Autres accords	9
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	10
2.1	Termes de l'Offre	10
2.2	Ajustement des termes de l'Offre.....	10
2.3	Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre.....	10
2.4	Situation des bénéficiaires d'actions gratuites	11
2.5	Modalités de l'Offre	13
2.6	Procédure d'apport à l'Offre	14
2.7	Calendrier indicatif de l'Offre	14
2.8	Financement et coûts de l'Offre	16
2.9	Mode de financement de l'Offre	16
2.10	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires	16
2.11	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	16
2.12	Régime fiscal de l'Offre	17
2.12.1	Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel ..	18
2.12.2	Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.....	20
2.12.3	Actionnaires non-résidents fiscaux de France	21
2.12.4	Autres actionnaires	22
2.12.5	Droits d'enregistrement	22
2.12.6	Taxe sur les transactions financières	22
3.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	23

3.1	Présentation de la Société.....	23
3.1.1	Description de l'activité de la Société et de son marché	23
3.1.1.1.	Description de l'activité de la Société	23
3.1.1.2.	Description du marché sur lequel opère Tessi.....	27
3.1.2	Analyse financière historique	29
3.1.2.1.	Comptes de résultats historiques	29
3.1.2.2.	Bilans historiques	32
3.2	Méthodologie	33
3.2.1	Méthodes et références d'évaluation écartées	33
3.2.1.1.	Actif net comptable	33
3.2.1.2.	Actif net réévalué	34
3.2.1.3.	Actualisation des dividendes	34
3.2.1.4.	Multiples de transactions récentes sur des sociétés comparables à Tessi.....	34
3.2.1.5.	Objectifs de cours des analystes de recherche.....	35
3.2.2	Méthodes et références d'évaluation retenues.....	35
3.3	Application des méthodes retenues	35
3.3.1	Sources générales	35
3.3.2	Hypothèses	36
3.3.2.1.	Nombre d'actions	36
3.3.2.2.	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	36
3.3.2.3.	Présentation du plan d'affaires retenu	37
3.3.2.4.	Date d'actualisation des flux de trésorerie	38
3.3.3	Méthodes retenues à titre principal.....	38
3.3.3.1.	Actualisation des flux de trésorerie	38
3.3.3.2.	Analyse du cours de bourse de Tessi.....	41
3.3.4	Méthodes retenues à titre indicatif uniquement.....	42
3.3.4.1.	Multiples de sociétés comparables cotées	42
3.3.4.2.	Transactions récentes sur le capital de la Société.....	44
3.4	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre	44
4.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR.....	45
5.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	45
5.1	Pour Pixel Holding.....	45
5.2	Pour la présentation de l'Offre	45

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1, 1° du RGAMF, Pixel Holding, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 30 bis, rue Sainte-Hélène à Lyon (69002), dont le numéro d'identification est 820 503 621 R.C.S. Lyon (« **Pixel Holding** » ou « **l'Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Tessi, société anonyme dont le siège social est situé 177, cours de la Libération et du Général De Gaulle à Grenoble (38100), dont le numéro d'identification est 071 501 571 R.C.S. Grenoble (« **Tessi** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004529147, mnémonique « TES », d'acquérir la totalité de leurs actions dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »), au prix de 160 euros par action Tessi¹ (le « **Prix de l'Offre** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes Tessi non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur, soit, à la date de la présente note d'information, un nombre total maximum de 1.055.796 actions de la Société², représentant environ 37,57% du capital et 37,69% des droits de vote³, déterminé comme suit :

Actions existantes	2.810.487
moins actions gratuites Tessi en période de conservation juridiquement indisponibles	12.809
moins actions détenues par l'Initiateur	1.741.882
Total des actions visées par l'Offre	1.055.796

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

Il est par ailleurs indiqué que les actions gratuites de la Société attribuées les 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018⁴ qui représentent, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre égal à 46.491 actions Tessi, seront, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) :

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

¹ Etant précisé à toutes fins utiles que ce prix de 160 euros s'entend avant détachement du dividende exceptionnel et de l'acompte sur dividende envisagés, tels que décrits en Section 1.1.1 (*Motifs de l'Offre*) de la présente note d'information, qui seront respectivement soumis au vote de l'Assemblée générale des actionnaires de Tessi et à son directoire, prévus postérieurement à la clôture de l'Offre.

² En ce compris les 1.648 actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité que la Société a conclu avec Kepler Cheuvreux (chiffre au 31 janvier 2019, à la connaissance de l'Initiateur, étant précisé par ailleurs que le contrat de liquidité a été suspendu au dépôt du projet d'Offre). Ces actions ne sont pas prises en compte dans les indications aux Sections 1.1.2 et 1.1.3 de la présente note d'information.

³ Sur la base d'un nombre total de 2.810.487 actions et de 2.816.236 droits de vote théoriques de la Société au 31 janvier 2019, à la connaissance de l'Initiateur.

⁴ Dans le cadre des décisions du directoire de la Société des 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018, utilisant l'autorisation qui lui a été octroyée par l'Assemblée générale extraordinaire de la Société du 29 juin 2017.

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

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

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF et sera ouverte pour une durée de dix jours de négociation.

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

1.1 Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1 *Motifs de l'Offre*

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

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

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

- Tessi a obtenu l'accord de ses partenaires bancaires pour le refinancement de l'intégralité de sa dette avec une nouvelle dette senior de 165 millions d'euros induisant un levier net 2018 d'environ 0,5x EBITDA avant dividende et 2,5x EBITDA après dividende. Cet accord prévoit la signature d'une documentation bancaire dont les principaux termes ont déjà été convenus entre les parties. La Société obtiendra ainsi des conditions d'endettement à la fois plus favorables, avec une baisse du coût de financement de 10 bps, et plus flexibles, avec un allongement de deux ans de la maturité de ses dettes et un allègement des covenants (passage de deux covenants à un seul). Ces ressources permettront à Tessi de rembourser le prêt d'actionnaire que lui a consenti Pixel Holding en 2017, comme indiqué en section 1.3.1 (*Prêt d'actionnaire entre l'Initiateur et la Société*), et concourront au financement des distributions précédemment évoquées ;
- Les distributions proposées par Tessi permettront à la Société de distribuer le produit de la cession de la participation détenue dans CPoR Devises réalisée le 31 décembre 2018 et de s'adapter au recentrage de ses activités sur le *Business Process Outsourcing* (BPO) ;
- Le Conseil de surveillance a considéré que ce refinancement et les distributions de dividende et d'acompte sur dividende envisagées sont ainsi conformes aux intérêts de Tessi. Cette appréciation a été portée notamment au vu des résultats d'une mission d'expertise indépendante confiée au cabinet Sorgem Evaluation qui conclut que « *dans les conditions actuelles de marché tant économiques que financières, l'opération de refinancement envisagée ne remet pas en cause la solvabilité ni la viabilité de la société TESSI* ».

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

location de ces derniers moyennant le paiement de loyers de l'ordre de 1,4 million d'euros par an fondés sur le montant des loyers actuels.

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

1.1.2 Actions Tessi détenues par l'Initiateur

Le nombre d'actions et de droits de vote de la Société détenus par l'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, à la date de la présente note d'information, est présenté dans le tableau ci-après :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
Pixel Holding	1.741.882	61,98%	1.741.882	61,85%
Sur un total de	2.810.487	100%	2.816.236	100%

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

1.1.3 Acquisition d'actions Tessi

L'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, n'a procédé à aucune acquisition d'actions Tessi au cours des douze mois précédant le dépôt de son projet de note d'information en date du 8 janvier 2019.

Il est précisé que l'Initiateur a acquis sur le marché 221.771 actions entre le 9 janvier 2019 et le 4 février 2019 (inclus) au Prix de l'Offre, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information déposé le 8 janvier 2019 auprès de l'AMF et en application de l'article 231-38 IV du RGAMF.

1.1.4 Autorisations réglementaires

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

1.2 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.2.1 Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière

En dehors des éléments indiqués en section 1.1.1 (*Motifs de l'Offre*) ci-avant, l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier les orientations stratégiques mises en œuvre par Tessi et n'envisage pas de modifier la politique industrielle, commerciale et financière de Tessi.

1.2.2 Intentions en matière d'emploi

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

L'Offre ne devrait donc pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de Tessi.

1.2.3 Composition des organes sociaux et de la direction de Tessi

Le conseil de surveillance de Tessi est actuellement composé de :

- Monsieur Vincent Menez (Président du conseil de surveillance) ;
- Monsieur Jean-Louis Savoye (Vice-président du conseil de surveillance) ;
- Monsieur Michel Angé* ;
- Madame Marine Dentressangle ;
- Madame Nathalie Gak ;
- Madame Sophie Sauvage ;
- Monsieur Daniel Aquaba ;
- La société Fondelys (représentée par Monsieur Henri Dufer)* ;
- La société HLD Conseils (représentée par Monsieur Jean-Hubert Vial) ;
- La société HLD Europe (représentée par Madame Anne Canel).

(*) Membres indépendants

Le directoire de Tessi est actuellement composé de Madame Claire Fistarol (Présidente du directoire) et de Monsieur Olivier Jolland (Directeur général).

Par ailleurs, la Société continuera de se référer au code de gouvernement d'entreprise Middledext de décembre 2009 pour les valeurs moyennes et petites, dans sa version en vigueur en septembre 2016.

1.2.4 Intérêts de l'Offre pour la Société et ses actionnaires – Synergies

Dans un contexte de liquidité faible du titre Tessi, l'Initiateur offre aux actionnaires de Tessi qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 160 euros par action faisant apparaître des primes significatives de :

- (i) 28,0% par rapport au cours de clôture de l'action Tessi le 7 janvier 2019 (dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre⁵),
- (ii) 39,1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Tessi sur les 20 jours de négociation précédant le 7 janvier 2019,
- (iii) 28,4% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Tessi sur les 60 jours de négociation précédant le 7 janvier 2019,
- (iv) 13,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Tessi sur les 120 jours de négociation précédant le 7 janvier 2019, et
- (v) 1,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Tessi sur les 250 jours de négociation précédant le 7 janvier 2019.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, établis par ODDO BHF, sont présentés en Section 3 de la présente note d'information.

L'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dans la mesure où l'Initiateur est un holding industriel qui ne détient pas de participations opérant dans des secteurs d'activités connexes à ceux de Tessi.

1.2.5 Intentions concernant une éventuelle fusion

Il n'est pas envisagé à ce jour de procéder à une fusion entre l'Initiateur et Tessi à l'issue de l'Offre.

⁵ Etant précisé que cette annonce a eu lieu après bourse.

1.2.6 Intentions concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société à l'issue de l'Offre prévue aux articles 237-14 et suivants du RGAMF, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext à Paris.

1.2.7 Politique de distribution de dividendes de Tessi

Comme indiqué dans le communiqué de presse du 7 janvier 2019 de Tessi, l'Assemblée générale de Tessi du 13 février 2019, dont l'avis de réunion a été publié le 9 janvier 2019, se prononcera sur la distribution d'un dividende exceptionnel de 54.101.874,75 euros, soit 19,25 euros par action Tessi, qui serait prélevé sur le poste de réserves.

Tessi envisage également de procéder, en même temps que serait mis en paiement le dividende exceptionnel, au versement d'un acompte sur dividende de 65.905.920,15 euros, soit 23,45 euros par action par action au titre de l'exercice 2018.

Les distributions correspondant au dividende exceptionnel et à l'acompte sur dividende envisagées s'élèveraient ainsi à un total de 120.007.794,90 euros, soit 42,70 euros par action.

Il est prévu que ces distributions interviennent postérieurement à la clôture de l'Offre.

En dehors de ces distributions, la politique de dividendes de Tessi continuera d'être déterminée par les organes sociaux de Tessi en fonction de ses capacités distributives, de sa situation financière et de ses besoins financiers.

1.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

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

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

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

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

1.3.2 Autres accords

En dehors des opérations décrites en Section 1.1.1 (*Motifs de l'Offre*) et des promesses d'achat et de vente croisées portant sur les actions gratuites décrites en Section 2.4 (*Situation des bénéficiaires d'actions gratuites*) de la présente note d'information, et du prêt d'actionnaire mentionné ci-dessus,

L'Initiateur n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre le 8 janvier 2019 auprès de l'AMF et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 160 euros par action Tessi, payable uniquement en numéraire, pendant une période de dix jours de bourse.

2.2 Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre la date de la présente note d'information et la date du dernier règlement-livraison de l'Offre (incluse), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividende, d'un acompte sur dividende, de réserve, de prime, ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) à un amortissement ou une réduction de son capital social, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date du dernier règlement-livraison de l'Offre, le Prix de l'Offre serait ajusté en conséquence pour tenir compte de cette opération. Tel serait le cas notamment si le détachement du dividende exceptionnel et/ou de l'acompte sur dividende envisagés et décrits en Section 1.2.7 ci-dessus intervenait avant la date du dernier règlement-livraison de l'Offre.

Tout ajustement du Prix de l'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

2.3 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur détient, à la date de la présente note d'information, directement ou indirectement, seul ou de concert, 1.741.882 actions Tessi représentant environ 61,98% du capital et 61,85% des droits de vote de Tessi sur la base d'un capital composé de 2.810.487 actions représentant 2.816.236 droits de vote théoriques (calculés en application de l'article 223-11, I., alinéa 2 du RGAMF).

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes Tessi non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur, soit, à la date de la présente note d'information, un nombre total maximum de 1.055.796 actions de la Société⁶, représentant environ 37,57% du capital et 37,69% des droits de vote⁷, déterminé comme suit :

⁶ En ce compris les 1.648 actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité que la Société a conclu avec Kepler Cheuvreux (chiffre au 31 janvier 2019, à la connaissance de l'Initiateur, étant précisé par ailleurs que le contrat de liquidité a été suspendu au dépôt du projet d'Offre). Ces actions ne sont pas prises en compte dans les indications aux Sections 1.1.2 et 1.1.3 de la présente note d'information.

⁷ Sur la base d'un nombre total de 2.810.487 actions et de 2.816.236 droits de vote théoriques de la Société au 31 janvier 2019, à la connaissance de l'Initiateur.

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

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

Il est par ailleurs indiqué que les actions gratuites de la Société attribuées les 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018⁸ qui représentent, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre égal à 46.491 actions Tessi, seront, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) :

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

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

2.4 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites

Comme indiqué précédemment, il existe, à la connaissance de l'Initiateur, 46.491 actions attribuées gratuitement par la Société à certains de ses salariés.

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

⁸ Dans le cadre des décisions du directoire de la Société des 21 septembre 2017, 21 novembre 2017 et 21 décembre 2018, utilisant l'autorisation qui lui a été octroyée par l'Assemblée générale extraordinaire de la Société du 29 juin 2017.

	Plan Résidents Fiscaux Français – Tranche 1	Plan Résidents Fiscaux Français – Tranche 1Bis	Plan Résidents Fiscaux Français – Tranche 2	Plan Etranger – Tranche 1	Plan Etranger – Tranche 2
Date d'Assemblée	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017	29/06/2017
Date du Directoire	21/09/2017	21/11/2017	21/12/2018	21/11/2017	21/12/2018
Nombre d'actions gratuites attribuées (maximum)	14.196	1.991	26.144	3.416	4.122
Date d'attribution effective	21/09/2018	21/11/2018	21/12/2019	21/11/2019	21/12/2020
Nombre d'actions gratuites définitivement attribuées	11.233	1.576	-	-	-
Date de première cession possible	21/09/2020	21/11/2020	19/12/2021	21/11/2020	19/12/2021

Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), ces actions gratuites ne sont pas visées par l'Offre dans la mesure où :

- (i) pour les 12.809 actions gratuites dont l'attribution définitive a été constatée :
 - a) par le Directoire du 21 septembre 2018 pour 11.233 d'entre elles, au titre du Plan Résidents Fiscaux Français – Tranche 1, et
 - b) par le Directoire du 21 novembre 2018 pour 1.576 d'entre elles, au titre du Plan Résidents Fiscaux Français – Tranche 1Bis,

celles-ci seront en cours de période de conservation à la date de clôture de l'Offre et seront par conséquent juridiquement indisponibles ;

- (ii) pour les 33.682 actions attribuées gratuitement, sous conditions de performance,
 - a) par le Directoire du 21 novembre 2017 pour 3.416 d'entre elles au titre du Plan Etranger – Tranche 1, et
 - b) par le Directoire du 21 décembre 2018 pour 26.144 d'entre elles au titre du Plan Résidents Fiscaux Français – Tranche 2 et pour 4.122 d'entre elles au titre du Plan Etranger – Tranche 2,

et dont l'attribution définitive n'a pas encore été constatée, celles-ci seront encore en cours de période d'acquisition et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre.

Il est par ailleurs indiqué que les bénéficiaires d'actions gratuites ont conclu avec l'Initiateur des promesses d'achat et de vente croisées portant sur leurs actions gratuites, aux termes desquelles :

- (i) au titre des promesses de vente, l'Initiateur peut acquérir les actions gratuites concernées dans le délai de trois mois suivant la date de survenance de certains événements⁹ ou, dans

⁹ A savoir : (i) certains cas de cessation des fonctions exercées au sein du groupe Tessi par le titulaire des actions gratuites, (ii) son décès ou invalidité permanente, (iii) la violation des promesses croisées ou de tout engagement de non-concurrence conclu par le titulaire des actions gratuites à l'égard de toute société du groupe Tessi, (iv) une décision de conformité de l'AMF d'une OPR déposée par l'Initiateur ou toute entité agissant de concert avec lui, (v) la réalisation d'un retrait obligatoire de la Société, ou (vi) la réalisation d'un changement de contrôle de l'Initiateur, de la Société, d'une entité contrôlant l'Initiateur ou de toute autre société du groupe Tessi, donnant lieu à l'obligation de déposer une OPA sur Tessi.

certaines hypothèses, suivant le deuxième anniversaire de la date d'acquisition des actions gratuites concernées, à un prix par action gratuite correspondant :

- dans certains cas de départ non fautifs du titulaire d'actions gratuites, à la valeur de marché de ces actions (déterminée comme la moyenne pondérée par les volumes des trente jours de bourse précédant la date de l'évènement rendant la promesse exerçable, diminuée le cas échéant du montant de toute distribution intermédiaire) pour ce qui concerne les actions gratuites économiquement acquises au titulaire (actions *vestées*), et à un (1) euro pour l'ensemble des actions gratuites non économiquement acquises (actions non *vestées*) ;
 - en cas de violation des promesses croisées par le titulaire d'actions gratuites ou de tout engagement de non-concurrence conclu par ce dernier à l'égard de toute société du groupe Tessi, ainsi que dans certains cas de départ fautifs (licenciement pour faute grave ou lourde, etc.), à un (1) euro pour l'ensemble des actions gratuites détenues par le titulaire d'actions gratuites concerné ;
 - en cas de survenance de certains évènements¹⁰, au prix unitaire fixé dans le cadre des opérations correspondantes, ce prix pouvant être complété le cas échéant, d'un montant correspondant à l'éventuelle différence entre (x) le prix net d'impôt qui aurait été dû au titulaire d'actions gratuites concerné si ses actions gratuites avaient été détenues entre deux et huit ans et (y) le prix net d'impôt effectivement dû par celui-ci au titre de l'exercice de la promesse de vente ;
- (ii) au titre des promesses d'achat, les titulaires d'actions gratuites peuvent, en cas de survenance de certains évènements¹¹, céder leurs actions gratuites à l'Initiateur dans un délai de trente jours suivant l'expiration de la période d'exercice de la promesse de vente susvisée, à un prix par action gratuite déterminé par référence à la valeur des fonds propres de la Société, calculée sur la base (x) de l'EBITDA ajusté de la Société et du multiple d'EBITDA ajusté implicite dérivant du prix de l'opération concernée, et (y) de la dette nette consolidée de la Société.

2.5 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 8 janvier 2019. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) 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 d'information.

La note d'information ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Pixel Holding seront, conformément à l'article 231-28 du RGAMF, tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et de

¹⁰ A savoir : (i) une OPR portant sur la Société, (ii) la réalisation d'un retrait obligatoire de la Société, ou (iii) la réalisation d'un changement de contrôle de l'Initiateur ou d'une entité contrôlant l'Initiateur, ainsi que toute opération de fusion ayant pour conséquence une diminution de la participation cumulée de HLDI et HLDE au-dessous de 50% du capital social et des droits de vote du groupe Tessi, et toute vente à un tiers de bonne foi d'actifs représentant plus de 50% du chiffre d'affaires total du groupe Tessi.

¹¹ A savoir : (i) la réalisation d'un retrait obligatoire de la Société ou (ii) la réalisation d'un changement de contrôle de l'Initiateur, de la Société, d'une entité contrôlant l'Initiateur ou de toute autre société du groupe Tessi, donnant lieu à l'obligation de déposer une OPA sur Tessi, étant précisé que les promesses d'achat ne sont exerçables que pour autant que les évènements visés interviennent avant la fin de la période de conservation applicable.

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

l'Etablissement Présentateur, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Pixel Holding (pixelholding.fr).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par l'Initiateur sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et sera mis en ligne sur le site de Pixel Holding (pixelholding.fr).

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2.6 Procédure d'apport à l'Offre

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

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

Les actions Tessi détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, les intermédiaires financiers teneurs de compte ayant reçu instruction des propriétaires d'actions Tessi inscrites en compte nominatif de les apporter à l'Offre devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur desdites actions. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Les actionnaires de Tessi qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, *etc.*) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

L'Offre s'effectuera sur le marché conformément à l'article 233-2 du RGAMF, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution. L'Initiateur ne prendra pas en charge les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) qui resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Le transfert de propriété des actions 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 Tessi à l'Offre seront irrévocables.

ODDO BHF, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions Tessi qui seront apportées à l'Offre.

2.7 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier est proposé ci-dessous à titre indicatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
8 janvier 2019	<p>Pour Pixel Holding :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de Pixel Holding auprès de l'AMF - Mise à disposition du public du projet de note d'information de Pixel Holding aux sièges de Pixel Holding et de l'Etablissement Présentateur - Mise en ligne sur les sites Internet de Pixel Holding (pixelholding.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note d'information - Diffusion par Pixel Holding d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information <p>Pour Tessi :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de Tessi, comprenant l'avis motivé du conseil de surveillance de Tessi et le rapport de l'expert indépendant - Mise à disposition du public du projet de note en réponse de Tessi au siège de Tessi - Mise en ligne sur les sites Internet de Tessi (www.tessi.fr) et de l'AMF du projet de note en réponse - Diffusion par Tessi d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse
5 février 2019	<ul style="list-style-type: none"> - Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de Pixel Holding et de la note en réponse de Tessi <p>Pour Pixel Holding :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public au siège de Pixel Holding et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de Pixel Holding et de l'AMF de la note d'information visée <p>Pour Tessi :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public au siège de Tessi et mise en ligne sur les sites Internet de Tessi et de l'AMF de la note en réponse visée
6 février 2019	<p>Pour Pixel Holding :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public au siège de Pixel Holding et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur le site Internet de Pixel Holding et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Pixel Holding - Diffusion par Pixel Holding du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Pixel Holding <p>Pour Tessi :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public au siège de Tessi et mise en ligne sur le site Internet de Tessi et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Tessi - Diffusion par Tessi du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Tessi <ul style="list-style-type: none"> - 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
7 février 2019	<ul style="list-style-type: none"> - Ouverture de l'Offre
20 février 2019	<ul style="list-style-type: none"> - Clôture de l'Offre
21 février 2019	<ul style="list-style-type: none"> - Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

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

2.8 Financement et coûts de l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques, comptables ainsi que des experts et autres consultants, les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 1,5 million d'euros (hors taxes).

2.9 Mode de financement de l'Offre

L'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions Tessi visées par l'Offre au jour de son dépôt (soit 1.277.567 actions Tessi) représenterait, sur la base du Prix de l'Offre, un montant maximal de 204.410.720 euros (hors frais divers et commissions), étant précisé que l'Initiateur a acquis sur le marché 221.771 actions entre le 9 janvier 2019 et le 4 février 2019 (inclus) au Prix de l'Offre, en application de l'article 231-38 IV du RGAMF.

Ce montant sera financé au moyen de fonds mis à la disposition de l'Initiateur par ses actionnaires ultimes, HLD Europe et HLDI.

2.10 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

Aucun frais ne sera remboursé, ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un actionnaire qui apporterait ses actions à l'Offre, ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'actions à l'Offre.

2.11 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

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

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

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

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

Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la présente note d'information, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du *Règlement S* pris en vertu de

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

La présente note d'information ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

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

2.12 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, les développements suivants résument les conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre.

L'attention de ces derniers est néanmoins attirée sur le fait que les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français applicable en vertu de l'état actuel de la législation fiscale française.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires qui pourraient avoir des effets rétroactifs ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours, ainsi que par d'éventuelles modifications de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux ou dispositifs fiscaux de faveur (réductions ou crédits d'impôt, abattements, etc.) susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Les actionnaires de la Société sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à consulter leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière et vérifier que les dispositions résumées ci-après leurs sont effectivement applicables.

Les actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes fiscales de France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

2.12.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques résidentes fiscales de France ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

a) Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

Les règles décrites ci-après n'ont pas vocation à être exhaustives. En effet, ne sont notamment pas concernés par les dispositions suivantes les contribuables qui détiendraient des actions de la Société *via* un mécanisme d'actionariat salarié ou d'épargne assimilable.

En application des dispositions de l'article 200 A et de l'article 150-0 A et suivants du Code général des impôts (le « CGI »), les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par des personnes physiques, qui sont résidents fiscaux de France, sont assujettis à une imposition au taux forfaitaire de 12,8% sans abattement.

Toutefois, en application du 2 de l'article 200 A du CGI, les contribuables ont la possibilité d'exercer une option dans le délai de dépôt de leur déclaration d'impôt sur le revenu de l'année concernée, afin que ces gains soient pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette option s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus d'investissement et des revenus de capitaux mobiliers entrant dans le champ d'application du prélèvement forfaitaire susvisé de 12,8% et réalisés au titre d'une même année.

Si une telle option est exercée, les gains nets de cession d'actions, acquises ou souscrites avant le 1^{er} janvier 2018, seront pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI, égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de cession ;
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Ces abattements pour durée de détention ne sont pas applicables aux actions acquises ou souscrites à compter du 1^{er} janvier 2018.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Le cas échéant, l'apport des actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes actions apportées à l'Offre.

Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession de valeurs mobilières sont également soumis (avant application de l'abattement pour durée de détention décrit ci-dessus en cas d'option pour l'application du barème progressif) aux prélèvements sociaux à un taux global de 17,2% qui se décompose comme suit :

- la contribution sociale généralisée (« **CSG** »), au taux de 9,9% ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** »), au taux de 0,5% ;
- le prélèvement social, au taux de 4,5% ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social, au taux de 0,3% ; et
- le prélèvement de solidarité au taux de 2%.

Si les gains sont soumis au prélèvement forfaitaire susvisé au taux de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En revanche, pour les gains nets de cession d'actions soumis sur option au barème progressif de l'impôt y compris en cas d'application de l'abattement pour durée de détention de droit commun, la CSG est déductible à hauteur de 6,8% du revenu global imposable de l'année de son paiement. Dans le cadre de la mise en place du prélèvement à la source, les modalités de mise en œuvre de cette déduction pourraient faire l'objet de modifications.

Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, après application éventuelle des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession des actions réalisés par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour une durée de détention lorsque celui-ci est applicable, en cas d'option pour le barème progressif).

b) Actions de la Société détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces produits et ces plus-values soient réinvestis dans le PEA ; et

- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net est soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-avant, à un taux global susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre de la présente note d'information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.12.2 Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

a) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33,1/3% ou 28%, voir ci-après). S'y ajoutent, le cas échéant la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution additionnelle de 3,3%.

Par ailleurs, la loi de finances pour 2017 prévoit une diminution du taux d'impôt sur les sociétés pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018 selon les modalités suivantes :

Chiffre d'affaires	Tranche de bénéfice imposable	Exercice ouvert en				
		2018	2019	2020	2021	2022
CA < 7,63 M€	0 à 38 120	15%	15%	15%	15%	15%
	38 120 à 75 000	28%	28%	28%	26,50%	25%
	75 000 à 500 000					
	> 500 000	33,1/3%	31%			
7,63 M€ ≤ CA < 50 M€	0 à 38 120	28%	28%	28%	26,50%	25%
	38 120 à 75 000					
	75 000 à 500 000					
	> 500 000	33,1/3%	31%			
50 M€ ≤ CA < 1 Md€	0 à 500 000	28%	28%	28%	26,50%	25%
	> 500 000	33,1/3%	31%			
CA > 1 Md€	0 à 500 000	28%	28%	28%	26,50%	25%
	> 500 000	33,1/3%	31%			

Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer le taux qui leur est applicable.

b) Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres qualifiés de « titres de participation » au sens dudit article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans à la date de la cession sont exonérés d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration dans les résultats imposables d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées. Cette réintégration est soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3.3%.

Pour l'application des dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, constituent des titres de participations (i) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (ii) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (iii) les actions ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères à condition de détenir au moins 5% des droits de vote de la société émettrice, si ces actions sont inscrites en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière (tels que définis à l'article 219 I-a sexies-0 bis du CGI).

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier si les actions qu'ils détiennent constituent ou non des « titres de participation » au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI.

2.12.3 Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales et des règles particulières éventuellement applicables, le cas échéant, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions par des personnes physiques qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou par des personnes morales qui ne sont pas résidentes fiscales de France (sans que la propriété de ces actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrites ces actions), sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique ou personne morale ou organisme), avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants dans les bénéficiaires sociaux de la société, n'aient, à aucun moment au cours des cinq dernières années qui précèdent la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéficiaires (articles 244 bis B et C du CGI) et (ii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Dans ce dernier cas, quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéficiaires de la société dont les actions sont cédées, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces actions sont imposées au taux forfaitaire de 75%, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables. La liste des Etat ou territoires non coopératifs est publiée par arrêté ministériel et peut être mise à jour annuellement.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal.

Les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur pays de résidence fiscale.

La cession des actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques soumises au dispositif d'exit tax prévu par les dispositions des articles 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.12.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

2.12.5 Droits d'enregistrement

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France, à moins que la cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation cet enregistrement donne lieu, en application de l'article 726 du CGI, au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le prix de cession, sous réserve de certaines exceptions.

2.12.6 Taxe sur les transactions financières

La Société n'étant pas une société dont la capitalisation boursière excédait un milliard d'euros au 1^{er} décembre 2018 (BOI-ANNX-000467-20181217), l'acquisition par l'Initiateur des actions de la Société ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 ter ZD du CGI. Les actionnaires de la Société ne seront donc pas soumis à cette taxe à raison de la cession de leurs actions de la Société dans le cadre de l'Offre.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont fondés sur une approche multicritère mettant en œuvre des méthodes et références d'évaluation usuelles et appropriées. Les principaux éléments de cette analyse sont reproduits ci-après.

Il est à rappeler que sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale des actionnaires de Tessi du 13 février 2019, la Société versera un dividende exceptionnel de 54,1 M€, soit 19,25 € par action et un acompte sur dividende de 65,91 M€, soit 23,45 € par action, représentant une distribution totale de 120,01 M€, soit 42,70 € par action. Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ne prennent pas en compte cette distribution, le Prix de l'Offre étant avant distribution et cette dernière étant sans incidence sur la valeur pour l'actionnaire de la Société.

3.1 Présentation de la Société

3.1.1 Description de l'activité de la Société et de son marché

3.1.1.1 Description de l'activité de la Société

Fondé en 1971, Tessi est une société de services qui accompagne les entreprises dans leur transformation digitale. Acteur international du *Business Process Outsourcing* (BPO), la Société est notamment leader en Europe de la gestion des flux d'informations et du traitement des moyens de paiement.

L'activité de la Société est organisée autour de 2 grands pôles d'activité :

- **Tessi Document Services**, proposant des solutions aux clients qui souhaitent dématérialiser et optimiser la gestion de leurs flux de documents et/ou de leurs moyens de paiement à travers un triple savoir-faire :
 - o Business Process Outsourcing : dématérialisation de documents, gestion des flux d'encaissements et de moyens de paiement, traitements back-office et contrôles règlementaires, gestion de centres de contacts, etc.
 - o Solutions & Technologies : dématérialisation à la source, GED (gestion électronique de documents) et workflows, souscription de contrats en ligne, facture électronique, automates de remise de chèques, migration SEPA, télé-déclarations fiscales et sociales
 - o Editique & Communication multi-canal : éditique de gestion, de marketing direct, gestion multi-canal du courrier égrené, traitement des flux sensibles et recommandés, courrier 100% dématérialisé, etc.
- **Tessi Customer Marketing**, proposant une offre intégrée, de la vision stratégique aux solutions opérationnelles, afin d'aider les marques et les enseignes à développer leurs ventes sur tous les canaux en influençant le comportement de leurs clients.

L'activité **CPoR Devises**, qui assure la liquidité des marchés de devises et de l'or en France pour le compte des réseaux bancaires et des principaux intermédiaires sur le marché de l'or, a fait l'objet d'un accord de cession en juin 2018. Sa cession effective est intervenue le 31 décembre 2018.

Le savoir-faire de Tessi repose enfin sur quatre axes principaux :

- Conseil : pour un accompagnement client au plus près du besoin fonctionnel ;
- Service : pour une solution de traitement industrialisée et personnalisée ;
- Technologie : pour des solutions exploitant les possibilités du numérique ;
- Innovation : pour proposer une approche différente et regrouper l'ensemble des capacités technologiques et de production de Tessi (paiements, Business Process Outsourcing et marketing client).

Tessi a su se positionner auprès de ses clients en proposant des offres de services globales, mêlant marketing client, digitalisation des processus, intégration et conseils.

La Société possède un portefeuille de clients caractérisé par une forte stabilité (90% des contrats renouvelés en 2017) et une loyauté importante (les 10 principaux clients de 2010 le sont encore en 2017). Tessi est principalement active dans les secteurs de la banque et de l'assurance, mais compte également des clients dans d'autres secteurs tels que l'administration, la santé, les télécoms et les sociétés de services collectifs.

Tessi a poursuivi au cours des dernières années une stratégie de développement marquée par un renforcement et un recentrage de son activité autour de son cœur de métier, à savoir la gestion des flux d'informations et l'externalisation des services à valeur ajoutée. Cette stratégie s'est matérialisée par :

- Une politique d'acquisitions ciblées à l'international, initiée en 2014 et visant à consolider le marché européen :
 - o 2014 : acquisitions de Graddo (traitement de documents et moyens de paiement) en Espagne et de Gdoc (consulting) en Suisse ;
 - o 2015 : acquisition de Diagonal (BPO) en Espagne et en Amérique Latine ;
 - o 2016 : acquisitions de RR Donnelley Documents Solutions Switzerland (traitement de documents entrants) en Suisse, BPO Soluciones (BPO) en Espagne et IMDEA Asesores (Consulting CCM et ECM) en Espagne ;
 - o 2017 : acquisition de Dhimyotis (cyber sécurité) en Espagne ;
 - o 2018 : acquisition de Todo en Cloud (architectures cloud clés en main) en Espagne.
- L'acquisition d'Owliance, au premier semestre 2018, permettant à Tessi de se renforcer sur son marché domestique :
 - o Owliance propose une offre santé et prévoyance, organisée autour de trois activités principales : la délégation de gestion totale, la délégation de gestion partielle et l'édition de logiciel ;
 - o Owliance a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires de près de 29 M€ dans un marché en croissance ;
 - o Cette acquisition a permis à Tessi d'étendre son portefeuille sur le secteur de la Santé-Prévoyance tout en proposant une chaîne complète de traitement.
- La cession de l'activité CPoR Devises, non stratégique pour la Société :
 - o Tessi a finalisé le 31 décembre 2018 la cession de CPoR Devises à Loomis. La société détenue à 80% avait été acquise en 2005 auprès de Crédit Agricole, resté actionnaire minoritaire à hauteur de 20% ;
 - o CPoR Devises est un établissement de crédit qui assure la liquidité des marchés de devises et de l'or en France. À ce titre, CPoR Devises fournit et récupère les devises et produits d'or physique d'investissement auprès de l'ensemble du réseau bancaire et des bureaux de change ;
 - o En 2017, CPoR Devises a réalisé un chiffre d'affaires de 37,5 M€ pour un résultat opérationnel courant de 7,7 M€.

Tessi a été introduite sur le Second Marché d'Euronext Paris en juillet 2001. Les actions Tessi sont aujourd'hui admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR0004529147.

Le 31 mai 2016, la société Pixel Holding, détenue par HLDI¹² et HLDE¹³ a annoncé la signature d'un accord d'acquisition de la participation majoritaire de la famille Rebouah dans la société Tessi au prix

¹² HLDI est une holding de participations à vocation industrielle contrôlée et présidée par la société holding Dentressangle. HLDI a vocation à investir en contrôle, avec HLDE.

¹³ HLDE est une holding entrepreneuriale. Ses fondateurs et actionnaires sont Jean-Philippe Hecketsweiler, Jean-Bernard Lafonta et Philippe Donnet. HLDE a pour autres actionnaires des entrepreneurs, notamment Claude Bébéar, Norbert Dentressangle et Jean-Charles Decaux.

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

de 132,25 € par action. Ce prix a par la suite été révisé à la baisse à 131,92 €, suite à la signature d'un avenant en date du 6 janvier 2017.

Le 12 janvier 2017, Pixel Holding et Tessi ont annoncé, suite à la levée des conditions réglementaires suspensives, la réalisation de la transaction. Pixel Holding détenait à l'issue de la transaction 54,11% du capital et 53,97 % des droits de vote de Tessi.

Conformément à la réglementation applicable, Pixel Holding a annoncé de manière simultanée le dépôt d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée libellé au prix de 132,25 € par action, ou de 108,07 € par action après détachement du dividende extraordinaire de 24,18 € par action dont la distribution était proposée à une assemblée générale des actionnaires de Tessi convoquée pour le 22 février 2017.

Au 15 mars 2017, date de clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, la société Pixel Holding détenait 1 520 111 actions représentant autant de droits de vote, soit 54,33% du capital et 54,26% des droits de vote de Tessi.

Le 7 janvier 2019, la Société a annoncé par voie de communiqué de presse, les opérations suivantes :

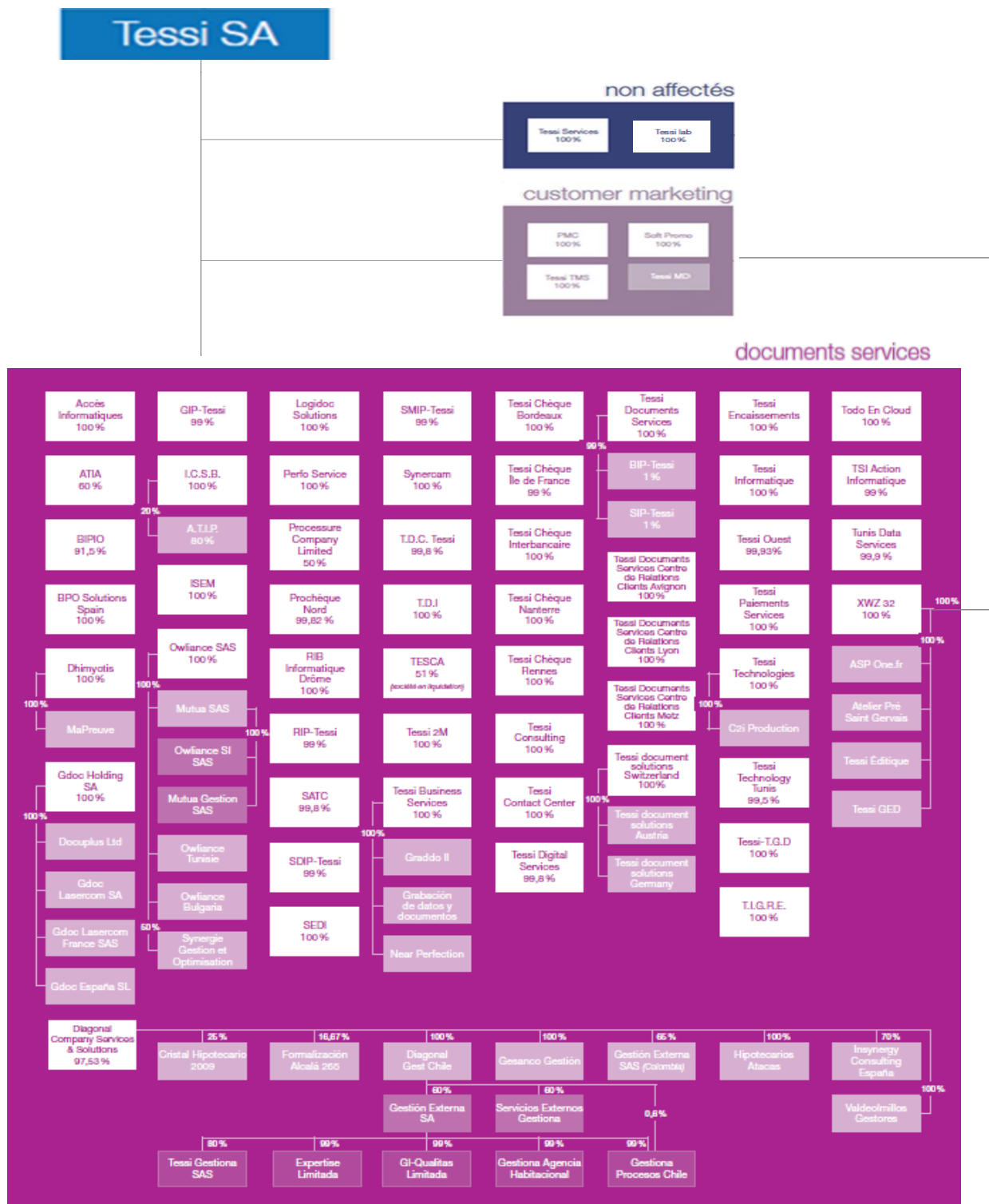
- le refinancement de son endettement financier auprès de partenaires bancaires;
- le versement, sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale des actionnaires de Tessi dont l'avis de réunion sera publié le 9 janvier 2019, d'un dividende exceptionnel d'un montant de 54,10 M€, soit 19,25 € par action et d'un acompte sur dividende de 65,91 M€, soit 23,45 € par action (i.e. au total des distributions de 120,01 M€, soit 42,70 € par action) ;
- le projet d'Offre.

La Société ambitionne de poursuivre son développement en France et à l'international, tout en visant :

- à préserver ses marges, dans un contexte de concurrence accrue et de décroissance de l'activité de traitement des chèques, et
- à poursuivre une politique d'innovation dans un marché en constante évolution qui nécessite l'adoption de nouvelles technologies afin de proposer une offre de produits et services compétitive.

Tessi compte aujourd'hui 8 907 collaborateurs dont 3 900 à l'international. Présent dans 13 pays, la Société réalise plus de 80% de son chiffre d'affaires en France et en Espagne.

Figure 1 - Organigramme du groupe Tessi

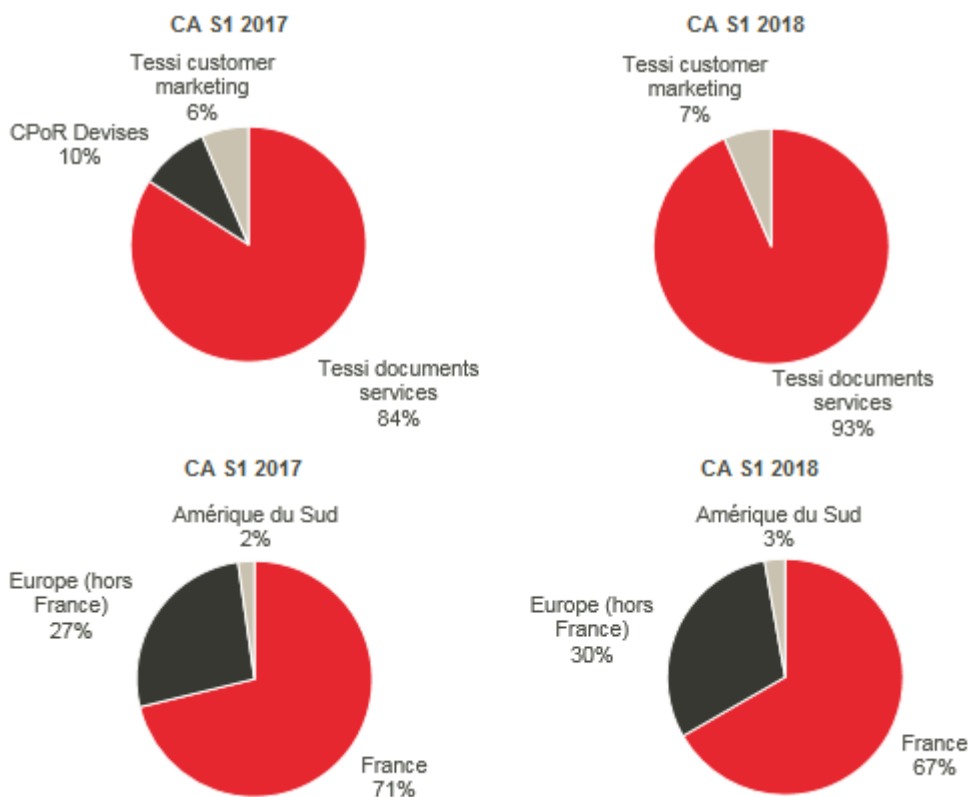


Source : Société

Tessi a publié en 2017 un chiffre d'affaires consolidé de 426,6 M€ et de 389,1 M€ après retraitement de l'activité CPoR.

Le chiffre d'affaires s'élevait au premier semestre 2017 à 219,4 M€¹⁴ (avant retraitement de l'activité CPoR) et au premier semestre 2018 à 205,5 M€ (après retraitement de l'activité CPoR).

Figure 2 - Répartition du chiffre d'affaires par activité et par zone géographique



Source : Société

3.1.1.2. Description du marché sur lequel opère Tessi

3.1.1.2.1. Le marché du BPO en France

Le marché du Business Process Outsourcing désigne l'ensemble des activités relatives à la sous-traitance de processus métier. Ces pratiques ressortent de la volonté et du besoin des entreprises d'externaliser les tâches à faible valeur ajoutée afin de se spécialiser sur leur activité principale.

En France, le marché du BPO représente un potentiel estimé à 5,8 Mds€. Ce dernier se segmente en quatre activités : les centres d'appels (40%), l'externalisation de documents, moyens de paiement et services administratifs (30%), l'externalisation des services de paie et de gestion des ressources humaines (20%) et l'externalisation des processus d'approvisionnement et de gestion financière (10%).

Le marché du BPO adressable pour Tessi, au sein duquel la Société réalise une majeure partie de son chiffre d'affaires, représente en France un potentiel estimé à 1,7 Mds€. Ce dernier se segmente en deux activités, à savoir : l'externalisation de documents et des services administratifs (1,4 Mds€), et l'externalisation de moyens de paiement (0,3 Mds€).

Les activités relatives à l'externalisation de documents et des services administratifs sont en croissance (c.+3%) grâce au développement des nouvelles technologies. Le marché se décompose en trois activités, à savoir :

¹⁴ Soit 198,5 M€ après retraitement de l'activité CPoR

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

- **Dématérialisation de documents** (50%) : activités regroupant l'ensemble des activités de dématérialisation de documents (factures, contrats) via la mise en place de solutions adaptées. Ce segment de marché enregistre une croissance stable (c.+2%) due à la hausse du volume de documents traités par les sociétés ;
- **Communication multi-canal et archivage** (30%) : activités regroupant la gestion multi-canal du courrier, le traitement des flux sensibles et l'archivage des données. Ce segment de marché est en baisse (c.-5%) en raison de la baisse du volume de papier traité par les sociétés ;
- **Gestion des flux** (20%) : activités regroupant les services d'externalisation de back-office métiers et le développement de solutions électroniques de gestion de contenu. Ce segment de marché enregistre une forte croissance (c.+11%) due essentiellement à la dématérialisation des processus de gestion au sein des entreprises

Les activités relatives à l'externalisation des moyens de paiement (chèque, SEPA, transfert) se développent également grâce à la croissance des nouvelles technologies. En particulier, le marché se décompose en deux sous-segments, à savoir : l'archivage des données (75%) et les moyens de paiement (25%). Le marché des chèques bancaires, au sein duquel la Société réalise une partie de son chiffre d'affaires est en baisse croissante (TCAM de -6% sur la période 2007-2016) en raison de l'utilisation de plus en plus forte des moyens de paiement électroniques.

3.1.1.2.2. Environnement concurrentiel

Le marché du BPO au sein duquel opère Tessi regroupe un nombre limité d'acteurs. Du fait de son positionnement unique, Tessi est en compétition avec des acteurs de tous horizons : sociétés bancaires, cabinets de conseil, sociétés du numérique, etc.

Le marché regroupant les activités d'externalisation de documents, au sein duquel la Société réalise une majeure partie de son chiffre d'affaires, se compose de quatre catégories d'acteurs, à savoir :

- **Les pures players** (55%) : segment regroupant des acteurs historiques spécialisés en matière de digitalisation de documents (Numen, Jouve, Asterion) et des acteurs généralistes proposant une offre de services diversifiée (Tessi, Docapost) ;
- **Les sociétés d'impression** (20%) : segment regroupant des acteurs souhaitant élargir leur offre de services (Canon, Ricoh, Xerox) ;
- **Les succursales bancaires** (20%) : segment regroupant des acteurs initialement spécialisés dans la gestion des tâches administratives des établissements bancaires (DocOne, Edokial, Euro T.V.S) ;
- **Les intégrateurs de services IT et d'archivage** (5%) : segment regroupant des acteurs souhaitant élargir leur offre de services (Accenture, Capgemini, Everial).

Le marché français de l'externalisation des moyens de paiement est fortement concentré. Le marché du traitement des chèques bancaires s'apparente ainsi à un duopole avec deux acteurs majeurs : Tessi (45%) et Docapost (40%) et deux acteurs secondaires : Euro T.V.S (10%) et Banctec (5%).

Dans un marché en décroissance, la part de marché de Tessi a augmenté de 5 points entre 2010 et 2016, principalement au détriment de Docapost.

3.1.2 Analyse financière historique

3.1.2.1. Comptes de résultats historiques

Figure 3 - Compte de résultat consolidé simplifié

En M€ - 31/12	2015a	2016a	2017a	2017pf*
Compte de résultat :				
Tessi Documents Services	219.7	338.8	363.0	363.0
Tessi Customer Marketing	25.9	25.1	26.1	26.1
CPoR Devises	44.2	40.2	37.5	-
Chiffre d'affaires	290.0	404.0	426.6	389.1
%croissance	+17.3%	+39.3%	+5.6%	(3.7%)
Achats consommés	(14.6)	(27.1)	(30.1)	(29.5)
Charges de personnel	(154.9)	(225.8)	(242.5)	(231.4)
Autres charges opérationnelles	(68.7)	(90.8)	(89.5)	(73.9)
EBITDA	51.7	60.2	64.4	54.3
%CA	17.8%	14.9%	15.1%	14.0%
Dotations aux amortissements	(9.9)	(11.5)	(12.3)	(10.9)
Résultat opérationnel courant	41.8	48.7	52.1	43.4
%CA	14.4%	12.1%	12.2%	11.2%
Autres charges non courantes	(0.5)	(1.8)	(1.4)	(1.7)
Résultat opérationnel	41.3	46.9	50.7	41.8
%CA	14.2%	11.6%	11.9%	10.7%
Coûts de l'endettement financier net	(0.5)	(3.0)	(5.8)	(2.1)
Autres produits et charges financières	0.1	(0.9)	(0.3)	(0.3)
Résultat net avant impôts	40.8	43.0	44.6	39.4
%CA	14.1%	10.6%	10.5%	10.1%
Impôts sur les résultats	(10.7)	(11.2)	(11.4)	(10.2)
Participation des entreprises associées	(5.0)	-	0.0	0.0
Résultat net des actifs destinés à être cédés	(0.1)	-	-	6.7
Résultat net	25.0	31.8	33.3	35.8

Source : Société

Note : * pro forma de la cession de CPoR

Evolution du chiffre d'affaires sur la période 2015-2017

Entre 2015 et 2017, la Société a connu une forte croissance de son chiffre d'affaires principalement tirée par le développement organique et l'acquisition de plusieurs sociétés à l'international sur le segment Document Services, qui ont compensé la décroissance de l'activité CPoR et la cyclicité importante du segment Customer Marketing.

Le chiffre d'affaires de Tessi a ainsi progressé de +39,3%, dont +6,1% en organique, entre 2015 et 2016 et de +5,6%, dont +5,5% en organique, entre 2016 et 2017.

Tessi Document Services

Tessi Documents Services a généré en 2017 un chiffre d'affaires de 363,0 M€, en croissance de +7,1%, dont +7,0% à périmètre constant. Sur l'exercice 2016, l'activité était en croissance de +54,2%, dont +15,7% à périmètre constant.

L'exercice 2016 a été marqué par un fort développement international grâce aux acquisitions de :

- RR Donnelley, spécialiste et leader reconnu en Suisse dans l'automatisation et la conformité des processus commerciaux ayant généré 17,2 M€ de chiffre d'affaires en 2015,

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

- BPO Solutions, société espagnole spécialisée dans le BPO (Business Process Outsourcing) et experte de la relation clients à valeur ajoutée, ayant généré 6,1 M€ de chiffre d'affaires en 2015,
- IMDEA Asesores, spécialiste des plateformes CCM (Customer Communication Management) et ECM (Enterprise Content Management), ayant réalisé un chiffre d'affaires de 1,7 M€ en 2015.

Sur 2017, la Société a su compenser la décroissance structurelle du marché du traitement de chèques par un développement continu de ses autres activités, favorisé par une politique d'investissement sur les technologies prometteuses comme la blockchain, les solutions d'intelligence artificielle ou les chatbots.

Tessi a ainsi profité de l'impulsion des activités BPO et technologiques en France et de l'activité consulting en Europe, alors que les activités internationales et notamment espagnoles connaissent un recul face à une conjoncture défavorable.

Tessi Customer Marketing

Entre 2015 et 2017, l'activité Customer Marketing est restée globalement stable pour atteindre 26,1 M€ à fin 2017 (-3,5% en 2016 et +4,0% en 2017).

L'activité a été pénalisée en 2016 par un effet de base défavorable en fin d'année.

CPoR Devises

Le chiffre d'affaires de l'activité CPoR Devises a reculé de 9,2% en 2016, puis de 6,7% en 2017, du fait d'un contexte géopolitique moins favorable, pour atteindre 37,5 M€.

Malgré la part croissante des règlements par carte bancaire internationale, le marché du billet étranger reste stable grâce à la croissance continue du nombre des déplacements internationaux touristiques et professionnels. L'activité de CPoR Devises a toutefois été impactée par la chute du nombre de visiteurs étrangers en France suite aux attentats de Paris de novembre 2015 et de Nice en juin 2016. L'activité en France est restée atone en 2017, le retour des visiteurs étrangers ne s'étant produit qu'en fin d'année.

Evolution des marges sur la période 2015-2017

Le Groupe Tessi a dégagé en 2017 un résultat opérationnel courant de 52,1 M€, soit une marge de 12,2% du chiffre d'affaires. Ce niveau de marge est resté globalement stable par rapport à 2016 (12,1%) et en repli par rapport à 2015 (14,4%).

L'évolution entre 2015 et 2016 s'explique principalement par la baisse de la rentabilité opérationnelle de CPoR Devises (de 29,6% à 22,6%) et par une rentabilité opérationnelle moindre des sociétés acquises qui contribue à réduire le niveau de marge opérationnelle du segment Document Services de 13,1% à 11,3%. La marge de l'activité Customer Marketing progresse en revanche de 0,4% à 5,4%.

Entre 2016 et 2017, la stabilité de la marge opérationnelle s'explique principalement par l'amélioration du segment Document Services (12,8%) qui compense la baisse continue du segment CPoR (20,5%).

Après des charges opérationnelles non courantes d'un montant de 1,4 M€, liées principalement à la réorganisation opérationnelle et juridique consécutive à la prise de contrôle de Pixel Holding, le résultat opérationnel ressort à 50,7 M€ pour l'exercice 2017, contre 46,9 M€ en 2016 et 41,3 M€ en 2015.

Le résultat net consolidé part du Groupe 2017 s'établit à 31,3 M€ après la prise en compte d'un résultat financier de 6,1 M€, d'un impôt sur les résultats de 11,4 M€ et d'intérêts minoritaires de 1,9 M€. Ce résultat s'élevait à 30,2 M€ en 2016 et 22,9 M€ en 2015.

Figure 4 – Compte de résultat semestriel (retraité de CPoR Devises)

En M€ - 31/12	S1 2017	S1 2018	Variation
Compte de résultat :			
Tessi Documents Services	184.4	192.1	+4%
Tessi Customer Marketing	14.1	13.4	(5%)
CPoR Devises	-	-	
Chiffre d'affaires	198.5	205.5	+4%
% croissance	n.d.	+3.5%	
Achats consommés	(14.6)	(17.1)	
Charges de personnel	(115.3)	(123.1)	
Autres charges opérationnelles	(37.9)	(38.2)	
EBITDA	30.8	27.1	(12%)
% CA	15.5%	13.2%	
Dotations aux amortissements	(5.4)	(5.4)	
Résultat opérationnel courant	25.4	21.7	(14%)
% CA	12.8%	10.6%	
Autres charges non courantes	(1.6)	(1.0)	
Résultat opérationnel	23.8	20.7	(13%)
% CA	12.0%	10.1%	
Coûts de l'endettement financier net	(3.0)	(3.1)	
Autres produits et charges financières	0.0	(0.1)	
Résultat net avant impôts	20.8	17.5	(16%)
% CA			
Impôts sur les résultats	(8.4)	(5.7)	
Participation des entreprises associées	-	-	
Résultat net des actifs destinés à être cédés	3.6	2.1	
Résultat net	16.1	13.9	(14%)

Source : Société

Evolution du chiffre d'affaires au premier semestre 2018

Le premier semestre 2018 a été marqué par deux événements majeurs : l'acquisition d'Owliance, réalisée le 20 juin 2018 (et non consolidée dans le compte de résultat) et la cession de CPoR, dont la réalisation a eu lieu le 31 décembre 2018.

Le chiffre d'affaires hors CPoR s'élève à 205,5 M€ au 30 juin 2018 contre 198,5 M€ au 30 juin 2017, soit une hausse de +3,5%. La croissance reste tirée par le segment Documents Services en progression de 4,1%, à 192 M€, dont +3,7% à périmètre constant. Les sociétés Dhimyotis et Ma Preuve, acquises en juillet 2017, contribuent à cette croissance à hauteur de 0,7 M€.

Le chiffre d'affaires du segment Customer Marketing recule de 0,7 M€ sur le semestre comparée à juin 2017, à 13,4 M€.

Evolution de la marge au premier semestre 2018

Sur la période, Tessi enregistre un résultat opérationnel courant hors CPoR de 21,7 M€ en diminution de 3,7 M€, soit -14,5% par rapport au 1er semestre 2017. La marge opérationnelle hors CPoR s'inscrit à 10,6% au 30 juin 2018 contre 12,8% au 30 juin 2017, en raison :

- d'éléments exogènes défavorables, en particulier la baisse du CICE, la hausse de la CVAE et la suppression du dispositif des aides à l'embauche ;
- d'évolutions défavorables sur des clients historiques de Diagonal Company en Espagne et la baisse de volume d'un des principaux clients historiques sur l'activité Real Estate ;

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

- de l'intégration de Dhimyotis en juillet 2017 (perte opérationnelle de 0,6 M€) ;
- des coûts liés à la montée du Centre Tessi en *Intelligent Automation* ;
- d'un renforcement des équipes management et support, lié à la nécessaire transformation du Groupe après le changement de contrôle et l'adaptation nécessaire à l'accompagnement de la croissance en France et à l'international ;
- d'une baisse du résultat opérationnel de l'activité Amérique Latine du fait des faibles volumes constatés sur des contrats en phase de démarrage.

Les autres charges et produits non courants s'élèvent à 1,0 M€ au premier semestre 2018 contre 1,6 M€ au premier semestre 2017 :

- En 2017, la charge est principalement liée aux conséquences de la réorganisation opérationnelle et juridique menée à l'issue de l'opération Pixel (1,7 M€).
- En 2018, les charges de restructuration sont liées à l'accord de cession de la société CPoR Devises (0,3 M€) et à des honoraires non récurrents (0,7 M€).

Le résultat net de l'ensemble consolidé atteint 13,9 M€ après prise en compte d'un coût de l'endettement financier net de 3,1 M€ et d'une charge d'impôt de 5,7 M€. La rentabilité nette ressort ainsi à 6,8% (contre 8,1% au premier semestre 2017).

3.1.2.2. Bilans historiques

Figure 5 - Bilans historiques simplifiés

En M€ - 31/12	2015a	2016a	2017a	S1 2018
Bilan économique :				
Immobilisations nettes	180.2	202.1	223.6	266.0
Ecart d'acquisition	131.4	143.7	164.6	207.6
Immobilisations incorporelles	6.5	6.7	8.2	8.1
Immobilisations corporelles	40.1	48.5	47.9	47.1
Immobilisations financières	2.0	2.2	2.1	2.5
Autres actifs non courants	0.2	0.9	0.8	0.8
Actifs nets destinés à être cédés	0.1	-	-	162.0
BFR	7.0	14.1	6.4	22.0
Actif économique	187.3	216.2	230.0	450.0
Capitaux propres				
Provisions pour risques et charges	2.7	6.0	4.7	4.8
Provisions pour retraites et autres avantages	12.3	21.1	20.2	21.3
Autres passifs non courants	12.1	9.5	16.5	16.0
Passifs destinés à être cédés	0.0	-	-	92.8
Dette financière nette / Trésorerie nette	(29.5)	(32.7)	12.6	126.4
Dette financière brute	120.4	108.7	120.7	154.5
Dette liée aux activités financières CPoR Devises	86.7	94.6	77.4	-
Trésorerie	(294.4)	(279.1)	(233.4)	(90.6)
Avances reçues	41.5	43.2	46.9	61.9
Comptes bancaires non disponibles	16.3	-	1.0	0.6
Passif économique	187.3	216.2	230.0	450.0

Source : Société

L'évolution du bilan de la Société est marquée par des variations de périmètres importantes. En particulier, le premier semestre 2018 a été marqué par :

- l'acquisition d'Owliance, dont le bilan a été intégré globalement aux comptes de la Société, et

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

- l'annonce de la cession de CPoR, dont l'activité continue de faire l'objet d'une intégration globale au sein des comptes consolidés. Les actifs et passifs destinés à être cédés, d'un montant respectif de 162,0 M€ et 92,8 M€, sont majoritairement composés de disponibilités et de dettes financières à hauteur respectivement de 140,5 M€ et 86,7 M€.

L'actif économique a progressé entre décembre 2015 et juin 2018, en lien avec l'accroissement de l'activité et l'intégration des sociétés acquises.

Les immobilisations nettes sont composées majoritairement d'écarts d'acquisition qui augmentent fortement sur la période, en raison des acquisitions de plusieurs sociétés à l'étranger entre 2015 et 2017 et d'Owliance en France au premier semestre 2018. Au cours de l'exercice 2016, les immobilisations corporelles enregistrent une hausse de 8,4 M€ en raison de l'acquisition de la société Tessi Document Solutions Switzerland (ex-RR Donnelley) et la réévaluation de ses actifs immobiliers.

Au 30 juin 2018, les immobilisations financières (2,5 M€) sont principalement liées à des cautions et dépôts de garanties.

Les variations importantes du BFR sur la période décembre 2015 à juin 2018 s'expliquent principalement par les changements de périmètres combinés à des besoins très variables selon les métiers et les zones géographiques.

Les capitaux propres diminuent en 2017 du fait du versement du dividende exceptionnel de 24,18 € par action représentant un montant total de 67,6 M€.

Les provisions pour retraites et autres avantages sont stables sur la période, à l'exception de l'exercice 2016 par rapport à 2015 en raison de l'intégration des sociétés acquises.

Les autres passifs non courants concernent essentiellement les compléments de prix sur les acquisitions. Au 30 juin 2018, 14,2 M€ sont liés à un complément de prix potentiel sur Dhimyothis dont l'échéance est fixée au 30 avril 2021.

La dette financière nette fluctue fortement au cours de la période en raison des acquisitions ayant été payées intégralement en numéraire et du versement du dividende exceptionnel en 2017.

3.2 Méthodologie

3.2.1 Méthodes et références d'évaluation écartées

Les méthodes et références suivantes ont été écartées dans le cadre de l'évaluation des actions de la Société.

3.2.1.1. *Actif net comptable*

Cette méthode consiste à évaluer à leur valeur comptable les différents postes d'actifs et passifs inscrits au bilan de la Société. Cette méthode, souvent utilisée par exemple pour évaluer les sociétés de secteurs très spécifiques (banques, foncières), n'apparaît pas pertinente pour évaluer, dans une optique de continuité d'exploitation, un groupe du secteur Business Process Outsourcing, dans la mesure où elle ne reflète pas les performances futures de la Société.

A titre informatif, l'actif net comptable de Tessi au 30 juin 2018 s'élève à 174,5 M€, soit 61,7 € par action.

Figure 6 - Actif net comptable consolidé par action

En M€	30/06/2018
Actifs nets non courants	240.2
Actifs nets destinés à être cédés	69.2
BFR	5.7
Intérêts minoritaires	(14.1)
Dette financière nette	(126.4)
ANC	174.5
Nombre d'actions totalement dilué	2,827,220
ANC par action	61.7

Source : Société

3.2.1.2. Actif net réévalué

L'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur de marché, indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Tessi.

3.2.1.3. Actualisation des dividendes

La méthode qui consiste à actualiser les dividendes futurs n'a pas été retenue en l'absence de visibilité sur la future politique de versement de dividendes.

En tout état de cause, cette méthode ne permet pas d'appréhender la totalité des flux de trésorerie générés par les activités de Tessi, à la différence de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles qui a, quant à elle, été retenue.

3.2.1.4. Multiples de transactions récentes sur des sociétés comparables à Tessi

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation ressortant d'une part des prix de transactions récentes sur des sociétés appartenant au secteur d'activité de Tessi, et d'autre part de leurs agrégats comptables publiés au dernier exercice clos précédant les transactions.

La difficulté de cette méthode réside généralement dans le choix des transactions retenues comme base de référence :

- le prix payé lors d'une acquisition peut refléter un intérêt stratégique spécifique à un acquéreur ou inclure une prime reflétant la présence de synergies industrielles qui varient d'une opération à une autre ;
- cette méthode dépend fortement de la qualité et de la fiabilité de l'information disponible pour les transactions retenues dans l'échantillon (variant en fonction du statut des sociétés rachetées – cotées, privées, filiales d'un groupe – et du niveau de confidentialité de la transaction) ;
- cette méthode suppose que les cibles des transactions retenues dans l'échantillon soient comparables à la société évaluée (par l'activité, la croissance, la profitabilité, la présence géographique, la taille, etc.).

La revue des transactions opérées dans le secteur d'activité de la Société fait ressortir peu de transactions pour lesquelles l'information publiée est suffisante, les principales transactions renseignées étant celles opérées par Tessi.

Pour ces raisons, la méthode des transactions comparables ne peut être retenue.

A titre indicatif, un échantillon de transactions comparables a été déterminé et est présenté ci-après :

Figure 7 - Tableau des transactions comparables

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Part. acquise (%)	VE (M€)	EBITDA (n-1)	VE/EBITDA (n-1)
28-janv.-16	Tessi	BPO Solutions	Espagne	100%	6	1	5.3x
24-déc.-15	Tessi	Diagonal	Espagne	87%	54	6	8.4x
21-déc.-15	Carlyle	Comdata	Italie	90%	300	40	7.6x
Médiane							7.6x
Moyenne							7.1x

Sources : Mergermarket, Société, Presse

3.2.1.5. Objectifs de cours des analystes de recherche

La Société n'étant suivie que par un seul analyste de la société Kepler Cheuvreux dans le cadre d'un contrat de recherche initié à sa demande et dont les publications sont peu nombreuses, cette méthode ne peut être retenue.

Pour information, cet analyste a publié une note pour la dernière fois le 13 septembre 2018, affichant un objectif de cours de 185 € avec une recommandation à l'achat.

3.2.2 Méthodes et références d'évaluation retenues

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions Tessi :

- A titre principal :
 - o Actualisation des flux de trésorerie (DCF)
 - o Analyse du cours de bourse
- A titre indicatif uniquement :
 - o Multiples de sociétés comparables cotées
 - o Transactions récentes sur le capital de la Société

3.3 Application des méthodes retenues

3.3.1 Sources générales

Les présents travaux d'évaluation sont notamment fondés sur :

- les rapports financiers annuels de Tessi des exercices 2015 à 2017 et semestriels des exercices 2015 à 2018 ;
- les communiqués financiers publiés par la Société depuis 2015 ;
- les projets de note d'information et de note en réponse de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Pixel Holding visés par l'AMF le 31 janvier 2017 ;
- les dernières notes de recherches établies par l'analyste Kepler Cheuvreux, notamment celles en date du 27 octobre 2017 et du 13 septembre 2018 ;

- le plan d'affaires 2018b - 2023e établi par le management de la Société et mis à jour en décembre 2018 ;
- l'exploitation des bases de données usuelles : Mergermarket, site Internet de l'AMF, S&P Capital IQ, Bloomberg ;
- plusieurs sessions de questions / réponses avec le management de Tessi.

3.3.2 Hypothèses

3.3.2.1. *Nombre d'actions*

Le nombre d'actions Tessi retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 2.827.220, correspondant au nombre d'actions en circulation à la date du présent document, soit 2.810.487, diminué des 108 actions autodétenues au 30 juin 2018 et augmenté de 16.841 actions gratuites attribuées en période d'acquisition. Le nombre d'actions gratuites attribuées qui seront définitivement acquises est dépendant de conditions de performance et de présence qui ne sont pas appréhendables à la date du présent document. Par hypothèse, sur les 33.682 actions gratuites qui sont actuellement en période d'acquisition, il a été considéré pour les besoins du présent exercice que 50% de ces actions seront définitivement acquises (à titre d'exemple, le taux d'attribution effectif du précédent plan s'est élevé à 79%).

3.3.2.2. *Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres*

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres est calculé à partir de la dette financière nette consolidée¹⁵ de la Société au 30 juin 2018, retraitée des éléments liés à l'activité CPoR, s'élevant à 126,4 M€¹⁶ et comprenant :

- +141,7 M€ de dettes financières ;
- -15,3 M€ de trésorerie disponible.

Dans le cadre des travaux d'évaluation, cette dette financière nette est :

- diminuée du produit de cession de l'activité CPoR (net des frais liés à l'opération et de la fiscalité) de 85,5 M€, dont le closing a été réalisé le 31 décembre 2018 ;
- diminuée du produit de cession net de fiscalité de quatre actifs immobiliers à Nanterre, Lyon, Bordeaux Le Haillan et Coulommiers, soit 19,8 M€. Dans le cadre de cette opération de « sale & leaseback », dont la promesse de vente a été signée en décembre 2018 et dont le closing est prévu pour le premier trimestre 2019, la Société s'engage à louer les locaux moyennant le paiement d'un loyer annuel de 1,4 M€, intégré dans l'EBITDA du plan d'affaires ;
- diminuée de la valeur d'autres ajustements de périmètre à venir, soit 4,1 M€ ;
- augmentée de la valeur des intérêts minoritaires (retraitée des variations de périmètre), soit 1,4 M€ ;
- augmentée du montant des provisions pour risques et charges, soit 4,8 M€, et des engagements de retraites après impôts¹⁷, soit 15,8 M€.

Ainsi, la dette financière nette ajustée de Tessi retenue s'élève à 39,0 M€.

Pour les besoins spécifiques de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, et compte tenu d'une date d'actualisation au 1^{er} janvier 2019, cette dette nette retraitée est ajustée des éléments suivants :

¹⁵ Dette financière nette consolidée = Endettement financier consolidé - Trésorerie disponible consolidée

¹⁶ Telle que publiée par la Société dans son rapport semestriel du 30 juin 2018.

¹⁷ Sur la base d'un taux d'imposition de 25,8% correspondant au taux France à long terme.

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

- diminuée du flux de trésorerie du second semestre 2018 lié à l'activité de la Société, soit 16,4 M€ ;
- diminuée du montant de la valeur nette actualisée des économies fiscales liées au paiement des frais financiers estimés sur la période 2019-2026, soit 6,9 M€ ;
- diminuée de la valeur actualisée des déficits reportables¹⁸, soit 5,2 M€ ;
- augmentée de la valeur actualisée des compléments de prix d'acquisitions payables sur la base du plan d'affaires de la Société, soit 2,6 M€ ;
- augmentée des frais financiers liés au refinancement et au financement actuel au titre du second semestre 2018, soit 7,5 M€.

La dette financière nette ajustée retenue dans le cadre de la méthode DCF s'élève ainsi à 20,6 M€.

3.3.2.3. Présentation du plan d'affaires retenu

Le plan d'affaires 2018b-2023e établi par le management, et mis à jour en décembre 2018, est fondé sur l'analyse de l'environnement macro-économique de la Société et les prévisions de croissance et de rentabilité des différents segments et sous-segments d'activité par zone géographique.

La croissance organique du chiffre d'affaires attendue sur la période 2018b-2023e devrait atteindre environ +4% en rythme annuel, tirée principalement par l'activité Document Services France. Cette croissance est obtenue malgré le déclin continu du segment BPO Paiements corrélé à la décroissance du marché de traitement de chèques, sans anticiper pour autant une accélération de celle-ci.

La Société anticipe entre 2018b et 2023e une très légère amélioration de sa marge d'EBITDA de 13,0% à 13,5%, (avant loyers liés à l'opération de « sale & leaseback ») principalement portée par l'amélioration des marges des activités « Document International », qui demeure difficile à réaliser, notamment suite à l'augmentation récente de 20% du salaire minimum en Espagne.

La Société prévoit également la mise en place sur l'horizon du plan d'affaires, de plan annuels d'attribution d'actions gratuites, impactant l'EBITDA à hauteur de 1,5 M€ en 2019 et de 1,9 M€ en 2020 et au-delà.

Sur la période 2020e-2023e, la variation annuelle du besoin en fonds de roulement (BFR) reste stable à 1,7 M€, atteignant 7,6% de la croissance du chiffre d'affaires à horizon 2023e.

La Société prévoit une stabilité de ses investissements sur l'horizon du plan d'affaires à hauteur de 3,5% du chiffre d'affaires.

Afin de prendre en compte la baisse progressive du taux d'impôt en France, un taux d'impôt moyen pondéré par année a été calculé. Ce taux correspond à la moyenne des taux d'imposition théoriques par pays pondérés par l'EBITDA estimé sur chacune des régions sur chaque année du plan.

Afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale déterminée dans le cadre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, Oddo BHF a établi un horizon de transition jusqu'en 2026e dont les hypothèses figurent ci-après :

- Atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers le taux de croissance retenu à l'infini (+1,0%), reflétant l'arrivée à maturité du marché de l'externalisation, caractérisée par un plafonnement du taux de pénétration et des pressions déflationnistes sur les contrats ;
- Maintien de la marge d'EBITDA 2023e à un niveau constant après loyers liés au « sale & leaseback », soit 13,3% (13,5% avant loyers liés au « sale & leaseback ») ;

¹⁸ Sur la base d'un stock de déficits reportables en France de 26,3 M€.

- Réduction progressive du montant des investissements jusqu'à un niveau de 3,0% du chiffre d'affaires, en cohérence avec l'arrivée à maturité du marché et progression linéaire des amortissements vers le niveau d'investissement retenu ;
- Maintien de la variation du besoin en fonds de roulement (BFR) à 7,6% de la croissance du chiffre d'affaires.

Un taux d'impôt de 25,5% a été maintenu sur toute la période d'extrapolation.

3.3.2.4. *Date d'actualisation des flux de trésorerie*

L'actualisation des flux de trésorerie est réalisée à la date du 1er janvier 2019.

3.3.3 Méthodes retenues à titre principal

3.3.3.1. *Actualisation des flux de trésorerie*

La méthode DCF consiste à déterminer la valeur d'entreprise de Tessi par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

L'actualisation des flux de trésorerie est généralement effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est déterminé selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = K_{fp} \times \text{FP} / (\text{DN} + \text{FP}) + K_{dn} \times (1-\text{IS}) \times \text{DN} / (\text{DN} + \text{FP})^{19} + \text{Prime spécifique}$$

$$K_{fp} = \text{Taux sans risque} + \text{Beta} \times \text{Prime de risque}$$

$$K_{dn} \times (1-\text{IS}) = \text{coût de la dette après impôt}$$

Compte tenu de la nature du modèle économique et d'une structure financière évoluant sensiblement dans le temps (liée notamment au dernier refinancement), cette méthode de calcul du taux d'actualisation ne paraît pas adaptée.

En conséquence, la méthode dite « APV » ou de la VAN ajustée apparaît ici plus appropriée. Cette méthode, utilisée notamment dans le cadre de montage dit de « Leverage Buy-Out » consiste à décomposer la valeur d'entreprise de la Société en deux composantes :

- les flux de trésorerie futurs sont actualisés au coût des fonds propres, prenant ainsi implicitement l'hypothèse que la société n'est pas endettée ;
- l'économie d'impôts résultante de l'endettement mis en place dans le cadre du refinancement est actualisée au coût de la dette.

Les hypothèses suivantes ont été retenues pour le calcul du coût des fonds propres :

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne pondérée par l'EBITDA à horizon normatif²⁰ des taux moyens sur 1 mois des bons du trésor à 10 ans en France (0,70%), en Espagne (1,42%) et en Suisse (0%), tels que calculés par Bloomberg en date du 31 décembre 2018 ;
- La prime de risque de marché retenue, 7,71%, correspond à la prime de risque Europe moyenne 1 mois établie par Oddo BHF Securities en décembre 2018 ;

¹⁹ Où K_{fp} représente le coût des fonds propres, FP le montant des fonds propres, DN le montant de la dette nette retenue.

²⁰ Moyenne des taux pondérés par le poids relatif de l'EBITDA de Tessi en France, Espagne et Suisse à horizon 2023 (respectivement 81%, 17% et 2%).

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

- Dans la mesure où le coefficient de régression relatif au bêta de Tessi est faible, ce dernier n'a pas été retenu en tant que tel. Le bêta économique de 0,76²¹ retenu correspond au bêta sectoriel « Business & Consumer Services » en Europe établi par Damodaran en janvier 2018 ;
- Une prime spécifique de 2,68%²² a été appliquée compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de petite taille, comme indiqué dans le rapport 2017 de Duff & Phelps.

Le coût des fonds propres ressort ainsi à 9,37%.

L'économie fiscale générée par le paiement des frais financiers sur la période a été prise en compte dans la valorisation, sur la base des éléments suivants :

- Montant de la dette : 165 M€ (à fin 2018b), dont 30% tranche A amortissable et 70% tranche B in fine
- Maturité : 6 ans
- Taux d'intérêt moyen : 3,3%
- Taux d'imposition : français, en baisse progressive sur la durée du plan (32,0% en 2019e et 25,8% à partir de 2022e)

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de +1,0% à long terme²³ et extériorisant une marge d'EBITDA de 13,3%, la valeur d'entreprise de Tessi ressort à 461,8 M€, soit une valeur des capitaux propres de 441,2 M€ ou 156,1 € par action.

La valeur terminale représente 59% de la valeur d'entreprise de la Société.

²¹ Le bêta de l'actif économique ou bêta désendetté, mesure la dispersion des flux de trésorerie futurs d'un actif par rapport à ceux du marché.

²² Source : « 2017 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » - Duff & Phelps database – Prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 264 M\$ et 568 M\$.

²³ Reflétant l'arrivée à maturité du marché de l'externalisation, caractérisée par un plafonnement du taux de pénétration et des pressions déflationnistes sur les contrats.

Figure 8 - Détail du passage valeur d'entreprise – valeur des capitaux propres

Σ des flux de trésorerie libres actualisés	189.9
Valeur terminale actualisée	271.9
Valeur d'entreprise au 31/12/2018	461.8
Multiple EBITDA 2018 induit	8.0x
- Dette nette au 30/06/2018	(126.4)
+ Ajustement flux de trésorerie mi-année	16.4
+ Produit net de cession CPoR	85.5
- Frais liés au refinancement + intérêts S2	(7.5)
Atterissage dette nette au 31/12/2018	(32.0)
- Intérêts minoritaires	(1.4)
- Provisions pour risques et charges	(4.8)
- Provisions pour retraites	(15.8)
- Compléments de prix acquisitions	(2.6)
+ Produit net de cession Sale & leaseback	19.8
+ Valeur actualisée déficits reportables	5.2
+ Economie d'impôts liée aux frais financiers	6.9
+ Variation de périmètre à venir	4.1
Valeur des titres au 31/12/2018	441.2
Nombres d'actions post dilution	2,827,220
Prix par action	156.05 €

Source : Oddo BHF

Les analyses de sensibilité suivantes ont été réalisées :

- +/- 0,25% sur le taux d'actualisation et +/- 0,25% sur le taux de croissance à l'infini ;
- +/- 0,25% sur le taux d'actualisation et +/- 0,5% sur la marge d'EBITDA terminale.

Les valeurs par action (en €) issues de ces analyses sont reproduites ci-après :

Figure 9 - Table de sensibilité sur le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini (Valeur par action en €)

		CMPC (%)				
		8.87%	9.12%	9.37%	9.62%	9.87%
Croissance à l'infini (%)	+0.50%	159.9	154.8	149.9	145.3	141.0
	+0.75%	163.4	158.0	152.9	148.1	143.6
	+1.00%	167.0	161.4	156.1	151.0	146.3
	+1.25%	170.9	165.0	159.4	154.2	149.2
	+1.50%	175.1	168.8	162.9	157.5	152.3

Source : Oddo BHF

Figure 10 - Table de sensibilité sur le taux d'actualisation et le taux de marge d'EBITDA (Valeur par action en €)

		CMPC (%)				
		8.87%	9.12%	9.37%	9.62%	9.87%
Marge EBITDA normative (%)	12.3%	154.0	148.9	144.1	139.5	135.2
	12.8%	160.5	155.1	150.1	145.3	140.8
	13.3%	167.0	161.4	156.1	151.0	146.3
	13.8%	173.5	167.6	162.0	156.8	151.9
	14.3%	180.0	173.9	168.0	162.6	157.4

Source : Oddo BHF

Sur la base de ces analyses de sensibilité (critère de sensibilité par critère de sensibilité), la valeur par action Tessi s'établit dans une fourchette de 150,1 € (soit une prime induite de +6,6% par le Prix de l'Offre) à 162,0 € (soit une décote induite de -1,3% par le Prix de l'Offre).

3.3.3.2. Analyse du cours de bourse de Tessi

Les actions Tessi sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (ISIN FR0004529147).

L'analyse du cours de bourse a été arrêtée en date du 7 janvier 2019, dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre.

Figure 11 - Historique de cours depuis 2 ans



Source : Capital IQ

Au cours des 120 derniers jours de bourse précédant le 7 janvier 2019, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à 1.358 titres, soit une rotation du flottant de Tessi de l'ordre de 12,6%.

Figure 12 - Cours et volumes de l'action Tessi au 7 janvier 2019

	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen pondéré	125.00	115.03	124.57	141.31	158.01
Performance (%)		+0.8%	(6.0%)	(27.5%)	(33.5%)
Prime induite par le Prix de l'Offre (%)	+28.0%	+39.1%	+28.4%	+13.2%	+1.3%
Cours le plus haut		125.5	137.5	186.0	192.0
Cours le plus bas		109.5	109.5	109.5	109.5
Volumes moyens quotidiens (titres)		745	887	1,358	1,127
Volumes cumulés sur la période (titres)		14,897	53,228	162,992	281,643
Rotation du capital (%)		0.5%	1.9%	5.8%	10.0%
Rotation du flottant (%)		1.2%	4.1%	12.6%	21.8%

Note : en jours de bourse

Sources : Bloomberg, Capital IQ

Au dernier jour de négociation précédant la suspension du cours de bourse en vue de l'annonce du projet d'Offre, soit le 7 janvier 2019, le cours de Tessi s'établissait à 125,0 € par action, soit une prime induite de +28,0% par le Prix de l'Offre. Les cours moyens pondérés par les volumes des 20 et 60 derniers jours précédant cette même date s'élevaient respectivement à 115,0 € et 124,6 € par action, soit des primes induites de +39,1% et +28,4% par le Prix de l'Offre.

3.3.4 Méthodes retenues à titre indicatif uniquement

3.3.4.1. Multiples de sociétés comparables cotées

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation ressortant d'une part des cours de bourse (moyenne 1 mois arrêtée au 31 décembre 2018) de sociétés cotées appartenant au secteur d'activité de Tessi, et d'autre part de leurs agrégats comptables prévisionnels estimés par un consensus d'analystes.

La pertinence de la méthode est notamment liée à la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés dont l'activité et les conditions d'exploitation sont similaires.

Une analyse approfondie n'a pas permis d'identifier de société cotée directement comparable à Tessi au regard des critères d'activité, de croissance, de profitabilité, de présence géographique, de place de cotation et de taille.

Un échantillon de sociétés au profil similaire opérant dans le domaine du « Document services » a néanmoins été retenu à titre indicatif. Tessi réalisant la majeure partie de son activité en France, seules les sociétés françaises ou dont l'activité en France représente une part significative du chiffre d'affaires, ont été retenues.

L'échantillon retenu se compose ainsi de six sociétés françaises comparables :

- Neopost : société spécialisée dans l'accompagnement des entreprises dans leur évolution vers le numérique en proposant des solutions de suivi et traitement des documents et colis et de gestion de la communication clients ;
- Aubay : société spécialisée dans l'accompagnement de ses clients (principalement banques et assurances) dans la transformation et la modernisation des systèmes d'information ;
- Cegedim : entreprise de technologies et de services spécialisée dans la gestion des flux numériques de l'écosystème santé et BtoB, ainsi que dans la conception de logiciels métiers destinés aux professionnels de santé et de l'assurance ;
- Axway : éditeur de logiciel fournissant des solutions progiciels et des services dans les domaines du numérique, de l'intégration d'applications d'entreprise, du BtoB, de la supervision des activités métier, du pilotage de procédure d'entreprise et de l'architecture orientée services ;
- Sword : société de software, de conseil et de services assistant ses clients dans leurs programmes de transformation technologique et digitale ;
- Infotel : éditeur de logiciels spécialisé dans la transformation numérique des entreprises (co-construit les plans de transformations, co-designe l'évolution des offres, services et parcours clients, et co-opère les changements de processus internes et les plans d'actions opérationnels en mode agile).

Le tableau ci-dessous présente les multiples boursiers des sociétés identifiées :

Figure 13 - Tableau des multiples de sociétés comparables retenues

Société	Prix (EUR)	Cap (MEUR)	VE (MEUR)	VE / EBIT		
				2018	2019	2020
Tessi	117.2	329	423	9.9x	8.7x	8.1x
Neopost	24.5	842	1,464	8.0x	7.8x	7.8x
Aubay	28.6	379	393	9.7x	8.9x	8.1x
Cegedim	21.5	301	452	13.8x	12.5x	9.6x
Axway Software	12.0	257	266	8.5x	9.4x	7.8x
Sword Group	29.0	277	181	10.5x	9.0x	7.7x
Infotel	38.7	257	200	8.6x	7.8x	7.2x
Médiane				9.2x	8.9x	7.8x
Moyenne				9.9x	9.2x	8.0x

Sources : Capital IQ, sociétés

Figure 14 - Tableau des croissances et marges des sociétés comparables retenues

Société	Pays	Croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Tessi	France	+3%	+3%	+4%	13%	12%	13%	10%	10%	10%
Neopost	France	(3%)	(0%)	(1%)	24%	25%	25%	17%	17%	18%
Aubay	France	+13%	+7%	+6%	10%	11%	11%	10%	10%	11%
Cegedim	France	+2%	+4%	+5%	16%	17%	18%	7%	7%	9%
Axway Software	France	(4%)	+1%	+3%	12%	11%	13%	11%	10%	11%
Sword Group	Luxembourg	+9%	(0%)	+10%	15%	13%	13%	9%	11%	11%
Infotel	France	+12%	+8%	+6%	12%	12%	12%	10%	10%	10%
Médiane		+6%	+2%	+6%	13%	12%	13%	10%	10%	11%
Moyenne		+5%	+3%	+5%	15%	15%	15%	11%	11%	12%

Sources : Capital IQ, sociétés

Le multiple d'EBIT est l'indicateur le plus pertinent pour évaluer les actions Tessi. Le traitement comptable des dépenses de R&D est en effet différent selon les sociétés comparables retenues, certaines sociétés (telles que Cegedim) les comptabilisant en investissements et d'autres sociétés en charges. L'utilisation d'un multiple basé sur l'EBIT permet ainsi d'éliminer les biais induits par les traitements comptables spécifiques à chaque société et d'obtenir un échantillon plus comparable.

Par ailleurs, les multiples de chiffre d'affaires ne peuvent être appliqués compte tenu des disparités de rentabilité des sociétés de l'échantillon et les multiples de PER ne peuvent être appliqués en raison de disparités de structures financières entre Tessi et les sociétés comparables.

Les agrégats 2018e à 2020e ont été retenus pour l'application des multiples :

- Les agrégats retenus pour les comparables sont ceux prévus par le consensus d'analystes sans autre retraitement, à l'exception des agrégats 2018e de Sword Group qui ont été retraités, sur la base des informations figurant dans les notes d'analyste, de façon à prendre en compte la cession de ses activités AFS à Sopra Steria Group en octobre 2018 ;
- Les EBIT utilisés pour Tessi pour les exercices 2019e et 2020e correspondent à ceux du plan d'affaires sans autre retraitement ;
- L'EBIT utilisé pour Tessi pour l'exercice 2018e correspond à celui du plan d'affaires retraité du montant de loyer théorique lié à l'opération de « sale & leaseback » (1,4 M€), dans la mesure où la dette financière nette ajustée servant de référence au calcul de la valeur d'entreprise a également été retraité du produit de cession des murs (19,8 M€).

Les ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ont été

établis de façon à être homogène entre Tessi et les sociétés comparables retenues (dette nette de référence basée sur la dernière dette nette publiée). La dette nette ajustée de 39,0 M€ et présentée en section 3.3.2.2 a donc été utilisée ici.

L'application des multiples moyens VE/EBIT 2018 à 2020 aux EBIT 2018e à 2020e de Tessi issus du plan d'affaires extériorise une valeur par action comprise entre 123,5 € et 137,7 €, soit une prime induite par le Prix de l'Offre comprise entre +16,2% et +29,6%.

3.3.4.2. Transactions récentes sur le capital de la Société

Le 12 janvier 2017, la société Pixel Holding, qui détenait 54,11% du capital et 53,97% des droits de vote de la Société, a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Tessi au prix de :

- 132,25 € par action avant détachement du dividende ;
- 108,07 € par action après détachement du dividende exceptionnel de 24,18 € par action.

Pixel Holding avait indiqué ne pas avoir d'intention de procéder à un retrait obligatoire des actions Tessi si elle détenait plus de 95% du capital et des droits de vote à l'issue de cette offre.

Cette offre publique faisait suite à l'acquisition d'un bloc majoritaire de 54,11% du capital auprès de la famille Rebouah.

A l'issue de la dite offre, Pixel Holding détenait 54,33% du capital et 54,26% des droits de vote.

Le Prix de l'Offre extériorise une prime de +48,1% par rapport au prix proposé (après détachement du dividende) lors de la précédente offre publique.

3.4 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Figure 15 - Tableau de synthèse

Méthodes retenues	Valeur par action (€)	Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre (%)
Méthodes retenues à titre principal :		
Actualisation des flux de trésorerie		
Borne basse	150.1	+6.6%
Valeur centrale	156.1	+2.5%
Borne haute	162.0	(1.3%)
Analyse du cours de bourse		
Cours de clôture au 07/01/2019	125.0	+28.0%
CMP 20 jours	115.0	+39.1%
CMP 60 jours	124.6	+28.4%
CMP 120 jours	141.3	+13.2%
CMP 250 jours	158.0	+1.3%
Cours le plus haut au cours des 250 jours	192.0	(16.7%)
Cours le plus bas au cours des 250 jours	109.5	+46.1%
Méthodes retenues à titre indicatif :		
Multiples de sociétés comparables cotées		
Borne basse	123.5	+29.6%
Borne haute	137.7	+16.2%
Prix d'offre OPAS février 2017	108.1	+48.1%

Note : Les valeurs et primes présentées ci-dessus s'entendent avant détachement du dividende exceptionnel et de l'acompte sur dividende d'un montant total de 42,70 euros par action qui sera soumis à l'approbation de l'Assemblée Générale des actionnaires de Tessi du 13 février 2019.

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

4. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

5. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

5.1 Pour Pixel Holding

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Monsieur Vincent Menez
Agissant en qualité de Directeur Général de Dentressangle SAS,
elle-même Président de Pixel Holding SAS

5.2 Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, ODDO BHF SCA, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

ODDO BHF SCA