

Le projet d'offre, le projet de note d'information et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION
ETABLI PAR LA SOCIETE**



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UN
RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE EVOLIS**

initiée par



agissant de concert avec les sociétés ASSA ABLOY AB et Cedys & Co SAS

présentée par



Etablissement présentateur et garant

PRIX DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE :

43,75 euros par action Evolis SA

DUREE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE :

10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre publique d'achat simplifiée sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») conformément à son règlement général.



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 25 septembre 2023, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

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

AVIS IMPORTANT

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

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet d'Evolis (la « Société ») (www.evolis.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

EVOLIS SA

14, avenue de la Fontaine
49070 Beaucouzé
France

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera déposé auprès de l'AMF et mis à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, selon les mêmes modalités.

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

Table des matières

| | |
|--|-----------|
| 1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L’OFFRE..... | 5 |
| 1.1. PRESENTATION DE L’OFFRE ET DE L’INITIATEUR..... | 5 |
| 1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L’OFFRE | 6 |
| 1.2.1. Contexte de l’Offre..... | 6 |
| 1.2.2. Motifs de l’Offre..... | 8 |
| 1.2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société | 9 |
| 1.2.4. Mise à disposition de l’Initiateur de certaines informations concernant EVOLIS..... | 10 |
| 1.2.5. Déclarations de franchissement de seuils | 10 |
| 1.2.6. Acquisition d’actions pendant les 12 mois précédant la date de dépôt du Projet de Note en Réponse | 10 |
| 1.2.7. Autorisations règlementaires | 10 |
| 1.2.8. Gouvernance de la Société | 11 |
| 1.3. PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L’OFFRE..... | 11 |
| 1.3.1. Principaux termes de l’Offre | 11 |
| 1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l’Offre..... | 12 |
| 1.3.3. Situation des titulaires d’actions gratuites | 13 |
| 1.4. MODALITES DE L’OFFRE | 14 |
| 1.5. CONDITIONS AUXQUELLES L’OFFRE EST SOUMISE..... | 15 |
| 1.6. PROCEDURE D’APPORT A L’OFFRE | 15 |
| 1.7. TERMES ET MODALITES DU RETRAIT OBLIGATOIRE..... | 16 |
| 1.8. CALENDRIER INDICATIF DE L’OFFRE | 17 |
| 1.9. RESTRICTIONS CONCERNANT L’OFFRE A L’ETRANGER | 18 |
| 2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION D’EVOLIS | 20 |
| 3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE | 27 |
| 4. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES | 28 |
| 5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE D’EVOLIS | 28 |
| 6. RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT | 28 |
| 7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE | 29 |
| 7.1. PROMESSE D’ACHAT ET CONTRATS D’ACQUISITION..... | 29 |
| 7.2. MECANISME DE LIQUIDITE | 29 |
| 7.3. AUTRES ACCORDS DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE | 29 |
| 8. ELEMENTS CONCERNANT EVOLIS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE | 30 |
| 8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE..... | 30 |

| | | |
|--------------|---|-----------|
| 8.2. | RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS..... | 30 |
| 8.3. | CLAUSES DE CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE | 31 |
| 8.4. | PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES | 32 |
| 8.5. | LISTE DES DETENTEURS DE TOUS TITRES CONFERANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DESDITS DROITS DE CONTROLE | 32 |
| 8.6. | MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL..... | 32 |
| 8.7. | ACCORDS ENTRE LES ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE | 32 |
| 8.8. | REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION | 32 |
| 8.9. | REGLES APPLICABLES A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE | 33 |
| 8.10. | POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN CE QUI CONCERNE L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS..... | 33 |
| 8.11. | ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SERONT MODIFIES OU RESILIES EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE..... | 34 |
| 8.12. | ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ECHANGE | 34 |
| 9. | INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE | 34 |
| 10. | PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE | 34 |

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

1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE ET DE L'INITIATEUR

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, HID Global SAS, société par actions simplifiée au capital de 21.000.000 euros, dont le siège social est situé 33, rue de Verdun - 92150 Suresnes, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 341 213 411 RCS Nanterre (ci-après, « **HID Global SAS** » ou l' « **Initiateur** »), agissant de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec les membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-après), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Evolis, société anonyme au capital de 417.665,60 euros, dont le siège social est situé 14, avenue de la Fontaine - 49070 Beaucouzé, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 428 564 710 RCS Angers, et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Euronext Growth sous le code ISIN FR0004166197, mnémonique ALTVO (« **Evolis** » ou la « **Société** », et ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire, au prix de 43,75 euros par action, la totalité de leurs actions de la Société (les « **Actions** ») autres que les Actions détenues, directement ou indirectement, par les membres du Concert, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l' « **Offre** ») dans les conditions décrites ci-après ainsi que dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 25 septembre 2023 (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Initiateur est contrôlé au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce par ASSA ABLOY AB, société par actions suédoise, dont le siège social est situé Box 70340, 107 23, Stockholm, Suède, et enregistrée sous le numéro 556059-3575 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Nasdaq Stockholm sous le code ISIN SE0007100581 (« **ASSA ABLOY** »), et contrôle, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, la société Cedys & Co, société par actions simplifiée au capital de 98.163.600 euros, dont le siège social est situé 14, avenue de la Fontaine - 49070 Beaucouzé, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 851 728 618 RCS Angers (« **Cedys & Co** ») (l'Initiateur, ASSA ABLOY et Cedys & Co étant ci-après dénommés collectivement le « **Concert** »).

A la date de dépôt du Projet de Note en Réponse le 25 septembre 2023 et suite aux opérations d'acquisitions de blocs hors marché réalisées conformément aux accords conclus en date des 18 juillet et 19 septembre 2023, telles que décrites à la Section 1.2.1 (« *Contexte de l'Offre* ») du Projet de Note en Réponse, le Concert détient directement et indirectement 5.140.349 Actions et 9.548.056 droits de vote de la Société, représentant 98,46% du capital et 98,98% des droits de vote théoriques¹ de la Société, étant précisé que l'Initiateur détient individuellement, à la date du présent Projet Note en Réponse, 732.642 Actions et droits de vote représentant 14,03% du capital et 7,59% des droits de votes théoriques de la Société.

A la date du présent Projet Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucune autre valeur mobilière ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au

¹ Sur la base d'un nombre total de 5.220.820 actions et 9.646.837 droits de vote théoriques de la Société au 31 août 2023, après perte des droits de vote double. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote, déduction faite des droits de vote double perdus à la suite des Acquisitions de Blocs.

capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les Actions de la Société et les actions gratuites à émettre.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises à cette date, à l'exclusion des 5.140.349 Actions détenues directement et indirectement par le Concert, soit un nombre maximum de 80.471 Actions.

Par ailleurs, l'Offre ne vise pas les 3.542 Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.3.1 (« *Plan d'attribution d'actions gratuites* ») du Projet de Note en Réponse) compte tenu de ce que leurs périodes d'acquisition n'auront pas expiré et qu'elles ne seront pas émises avant la clôture de l'Offre. A cet égard, il est précisé que les bénéficiaires d'actions gratuites ont conclu les 18 et 19 septembre 2023 un mécanisme de liquidité relatif à leurs actions Evolis qui seraient acquises décrit à la Section 1.3.3.2 (« *Mécanisme de liquidité* ») du Projet de Note en Réponse. Il est précisé toutefois que dans l'hypothèse où certaines de ces actions deviendraient acquises par anticipation, notamment pour cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire, les actions attribuées gratuitement pourront être apportées à l'Offre conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

Conformément aux dispositions de l'article L.433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire compte tenu du franchissement du seuil de 50% du capital social et des droits de vote de la Société par l'Initiateur. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

L'Offre sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le Concert détenant déjà 98,46% du capital et 98,98% des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note d'Information est établi par l'Initiateur, agissant de concert avec ASSA ABLOY et Cedys & Co.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, en tant qu'établissement présentateur et garant de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »), a déposé auprès de l'AMF le 25 septembre 2023, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information pour le compte de l'Initiateur.

L'Etablissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. L'Etablissement Présentateur est habilité à fournir des services de prise ferme en France.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. Contexte de l'Offre

1.2.1.1. Signature préalable d'une promesse d'achat et d'un contrat d'acquisition d'actions soumis à conditions suspensives

Le 18 juillet 2023, l'Initiateur et les actionnaires de Cedys & Co ont signé une promesse d'achat (*Put Option*) (ci-après, la « **Promesse d'Achat** ») en vue pour l'Initiateur d'acquérir 100% du capital et des droits de vote de Cedys & Co (elle-même détenant 4.407.707 actions et 8.815.414 droits de vote de la Société, soit à cette date, 84,4% de son capital et 85,5% de ses droits de vote) (ci-après, le « **Bloc**

Majoritaire »). La signature des accords définitifs devait intervenir le cas échéant après l'information-consultation des instances représentatives du personnel applicables au sein d'Evolis. La réalisation de l'acquisition du Bloc Majoritaire restait soumise à des conditions suspensives usuelles, en particulier en matière de contrôle des investissements étrangers en France et d'absence de changement défavorable significatif dans la situation d'Evolis et de ses filiales.

A cette même date, l'Initiateur d'une part, et les sociétés (α) Crédit Mutuel Equity SCR, société par actions simplifiée au capital de 1.500.002,400 euros dont le siège social est situé 28, avenue-de l'Opéra - 75002 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 317 586 220 RCS Paris, et (β) Crédit Mutuel Innovation, société par actions simplifiée au capital de 500.000.000 euros dont le siège social est situé 28, avenue-de l'Opéra - 75002 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 344 967 336 RCS Paris, d'autre part (ensemble, le « **Crédit Mutuel** »), ont conclu un contrat de cession d'actions portant sur les 732.642 Actions représentant 1.395.760 droits de vote de la Société détenues par Crédit Mutuel (soit, à cette date, 14,03% de son capital et 13,54% de ses droits de vote) (ci-après, le « **Bloc Minoritaire** »), cessions conditionnées à la réalisation de l'acquisition du Bloc Majoritaire.

Ces opérations ont été mentionnées dans les trois (3) communiqués de presse publiés le 19 juillet 2023 par l'Initiateur, ASSA ABLOY et la Société, lesquels annoncent l'intention de l'Initiateur de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les Actions au prix de 43,75 euros par Action, une fois l'acquisition des deux (2) blocs susmentionnés réalisée (ci-après, les « **Acquisitions de Blocs** »).

1.2.1.2. Les Acquisitions de Blocs et franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote

L'avis favorable du Comité Social et Economique de la Société ayant été obtenu en date du 29 août 2023 et le Ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique ayant émis une décision déclarant l'acquisition du Bloc Majoritaire hors champ de l'article L.151-3 I du Code monétaire et financier, le 19 septembre 2023 :

- A été conclu le contrat d'acquisition du Bloc Majoritaire (le « **Contrat d'Acquisition** »), à un prix de 172.976.873,07 euros dérivé du prix de l'Offre ;
- Ont été réalisées les Acquisitions de Blocs, l'ensemble des conditions suspensives ayant été satisfaites.

La réalisation des Acquisitions de Blocs a fait l'objet de communiqués de presse de l'Initiateur, de la Société et d'ASSA ABLOY publiés le 20 septembre 2023.

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

1.2.1.3. Nomination de l'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société, réunion dudit conseil et recommandation de l'Offre

Préalablement à la réalisation des Acquisitions de Blocs, la composition du Conseil d'administration de la Société ne permettait pas la constitution d'un comité *ad hoc* d'au moins trois (3) membres composé majoritairement d'administrateurs indépendants de la Société.

Ainsi, le 18 juillet 2023, en considération de l'Offre et conformément aux articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a nommé le cabinet ACCURACY,

représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des termes de l'Offre (ci-après, l' « **Expert Indépendant** »), y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, conformément à la réglementation boursière, sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF.

Le 24 juillet 2023, l'AMF a confirmé ne pas s'opposer à la désignation du cabinet ACCURACY en qualité d'Expert Indépendant, de telle sorte que cette nomination a été considérée comme définitive à cette date.

Le 18 septembre 2023, l'Expert Indépendant a remis au Conseil d'administration son rapport sur les conditions de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 18 septembre 2023 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Lors de cette séance, les membres du Conseil d'administration avant changement de la gouvernance lié à l'acquisition du Bloc Majoritaire, ont considéré à l'unanimité, connaissance prise des termes du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information, et en particulier (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'Etablissement Présentateur et (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, après discussion, que l'Offre était dans l'intérêt de la Société, ses salariés et ses actionnaires.

En conséquence, ils ont approuvé à l'unanimité le projet d'Offre tel qu'il leur a été présenté, émis un avis favorable à l'Offre et recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

1.2.2. Motifs de l'Offre

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a motivé son projet d'Offre par les éléments reproduits ci-dessous :

« L'Offre est l'aboutissement d'un processus non-exclusif de cession initié par les fondateurs et dirigeants de la Société de leur participation détenue indirectement dans le capital de la Société.

Ce processus s'est conclu par la réalisation des Acquisitions de Blocs au bénéfice de l'Initiateur, qui conformément à la réglementation boursière applicable et notamment en application des articles 233-1, 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, a déposé le présent projet d'Offre.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire (les conditions réglementaires étant remplies), a également pour objectif de mettre fin à la cotation des Actions sur Euronext Growth, simplifiant le fonctionnement opérationnel de la Société et par conséquent mettant fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations. En outre, compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat de la Société et du faible volume d'échanges sur le marché, la cotation présente peu d'utilité pour la Société.

Par ailleurs, l'Offre présente une opportunité de liquidité immédiate et intégrale pour les actionnaires minoritaires, à des conditions permettant de valoriser de manière équitable leurs titres, tel que décrit à la Section 3 (« Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre ») du Projet de Note d'Information. »

1.2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

1.2.3.1. Capital social de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 417.665,60 euros, divisé en 5.220.820 Actions d'une valeur nominale de 0,08 euros chacune.

1.2.3.2. Composition de l'actionnariat de la Société

Préalablement à la réalisation des Acquisitions de Blocs, à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit² :

| Actionnaires | Nombre d'Actions | % du capital | Nombre de droits de vote théoriques | % de droits de vote théoriques |
|----------------------------|------------------|----------------|-------------------------------------|--------------------------------|
| CEDYS & CO | 4 407 707 | 84,43% | 8 815 414 | 85,50% |
| Crédit Mutuel ³ | 732 642 | 14,03% | 1 395 760 | 13,54% |
| Autres actionnaires | 80 471 | 1,54% | 98 781 | 0,96% |
| TOTAL | 5 220 820 | 100,00% | 10 309 955 | 100,00% |

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit⁴ :

| Actionnaires | Nombre d'Actions | % du capital | Nombre de droits de vote théoriques | % de droits de vote théoriques |
|-------------------------|------------------|---------------|-------------------------------------|--------------------------------|
| CEDYS & CO | 4 407 707 | 84,43% | 8 815 414 | 91,38% |
| HID GLOBAL SAS | 732 642 | 14,03% | 732 642 | 7,59% |
| Total du Concert | 5.140.349 | 98,46% | 9.548.056 | 98,98% |
| Autres actionnaires | 80 471 | 1,54% | 98 781 | 1,02% |
| Total | 5.220.820 | 100% | 9 646 837 | 100% |

Les Acquisitions de Blocs ont causé la perte des droits de vote double liés à certaines actions cédées par le Crédit Mutuel à l'Initiateur, conformément à l'article 11 des statuts de la Société.

La situation des titulaires d'actions gratuites est décrite à la Section 1.3.3 (« *Situation des titulaires d'actions gratuites* ») du Projet de Note en Réponse.

² Sur la base d'un nombre total de 5.220.820 actions et 10.309.955 droits de vote théoriques de la Société au 31 août 2023. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

³ Soit 732 632 actions détenues par Crédit Mutuel Equity SCR, et 10 actions détenues par le Crédit Mutuel Innovation.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 5.220.820 actions et 9.646.837 droits de vote théoriques de la Société au 31 août 2023, après perte des droits de vote double liée à l'acquisition du Bloc Minoritaire. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote, déduction faite des droits de vote doubles perdus à la suite des Acquisitions de Blocs.

1.2.4. Mise à disposition de l'Initiateur de certaines informations concernant EVOLIS

Dans le cadre de la préparation des Acquisitions de Blocs et de l'Offre, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations concernant la Société dans le cadre d'une procédure dite de *data room*.

A la connaissance de la Société, les informations qui lui ont été communiquées par la Société l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de *data room* figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (AMF – DOC-2016-08).

La *data room* ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant les Acquisitions de Blocs.

1.2.5. Déclarations de franchissement de seuils

Conformément à l'article 13.2 des statuts de la Société et aux articles L.233-7 et suivants du Code de commerce, aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils adressée à l'AMF en date du 25 septembre 2023 en conséquence des Acquisitions de Blocs mentionnées à la Section 1.2.1.1 (« *Signature préalable d'une promesse d'achat et d'un contrat d'acquisition d'actions soumis à conditions suspensives* ») du Projet de Note en Réponse, il a été déclaré que le Concert a franchi à la hausse les seuils de 50%, 66,66%, 90% et 95% du capital et des droits de vote, et détient 5.140.349 actions et 9.548.056 droits de vote de la Société, représentant 98,46% de son capital social et 98,98% de ses droits de vote.

L'Initiateur a indiqué avoir déposé, agissant au nom du Concert, un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les titres de la Société auprès de l'AMF le 25 septembre 2023 et a également réitéré son intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, les conditions légales et réglementaires étant d'ores et déjà réunies à la date de la réalisation des Acquisitions de Blocs.

1.2.6. Acquisition d'actions pendant les 12 mois précédant la date de dépôt du Projet de Note en Réponse

Au cours des douze (12) derniers mois précédant la date de dépôt du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, les membres du Concert n'ont fait l'acquisition d'aucune action de la Société à l'exception des Acquisitions de Blocs, à la suite des accords conclus en date des 18 juillet et 19 septembre 2023, au prix de l'Offre, telles que décrites à la Section 1.2.1 (« *Contexte de l'Offre* ») du Projet de Note en Réponse.

1.2.7. Autorisations réglementaires

Lors du dépôt du Projet de Note en Réponse, l'Offre n'est plus soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire, étant néanmoins précisé que le projet d'Offre reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Il est par ailleurs rappelé, que préalablement au dépôt du projet d'Offre, a été obtenue la confirmation qu'aucune autorisation réglementaire n'était requise de la part du Ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique français au titre de la réglementation relative aux investissements étrangers en France afin de réaliser l'acquisition du Bloc Majoritaire.

1.2.8. Gouvernance de la Société

En vue de la réalisation des Acquisitions de Blocs, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 18 septembre 2023 pour prendre les décisions suivantes afin de tenir compte de l'évolution de l'actionnariat de la Société :

- la constatation des démissions de Madame Nelly Laurent et de Monsieur Yves Liatard et les nominations par cooptation, sous condition et à effet de la réalisation de l'Acquisition du Bloc Majoritaire et sous réserve de la ratification desdites cooptations par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société conformément aux articles L.225-24, 5^{ème} alinéa du Code de commerce et 14.4 des statuts de la Société, de Monsieur Björn Lindefelt et Madame Debbie Fugate ;
- la constatation de la démission, sous condition et à effet de la réalisation de l'Acquisition du Bloc Majoritaire, de Madame Cécile Belanger et de Messieurs Serge Olivier et Didier Godard ;
- la dissociation des fonctions de Président du Conseil d'administration et Directeur Général de la Société, sous condition et à effet de la réalisation de l'Acquisition du Bloc Majoritaire ;
- la nomination de Monsieur Björn Lindefelt en qualité de Président du Conseil d'administration de la Société, sous condition et à effet de la réalisation de l'Acquisition du Bloc Majoritaire.

Monsieur Emmanuel Picot a été maintenu dans ses fonctions de Directeur Général de la Société, et un accord a été conclu avec l'Initiateur pour qu'il continue à accompagner la Société jusqu'au 30 juin 2025.

Madame Cécile Belanger et Monsieur Serge Olivier ont également été maintenus dans leurs fonctions de Directeurs Généraux Délégués de la Société, et un accord a été conclu avec l'Initiateur pour leur maintien dans leurs fonctions jusqu'au 30 juin 2024.

Ces accords avec les dirigeants sont plus amplement décrits en Section 7.3 (« *Autres accords dont la Société a connaissance* ») du Projet de Note en Réponse.

A la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé de trois (3) membres comme suit :

- Monsieur Björn Lindefelt, Président,
- Monsieur Emmanuel Picot,
- Madame Debbie Fugate.

1.3. PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1. Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, a déposé auprès de l'AMF le 25 septembre 2023 le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions autres que les Actions détenues, directement ou indirectement, par les membres du Concert (sous réserve des exceptions détaillées à la Section 2.2 (« *Nombre et nature des titres visés par l'Offre* ») du Projet de Note d'Information), soit à la date du Projet de Note en Réponse un nombre maximum de 80.471 Actions.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, pendant la durée de l'Offre, la totalité des Actions apportées à l'Offre au prix de l'Offre soit 43,75 euros par Action.

L'attention des actionnaires de la Société est appelée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

BNP Paribas, en qualité d'établissement garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la Section 1.8 (« *Calendrier indicatif de l'Offre* ») du Projet de Note en Réponse.

L'Offre sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur détenant déjà 98,46% du capital et 98,98% des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information qui a été mis en ligne sur les sites internet de l'Initiateur (www.hidglobal.com/fr) et de l'AMF (<http://www.amf-france.org/>) et qui peut être obtenu sans frais auprès de l'Etablissement Présentateur et de l'Initiateur :

HID Global SAS

33, rue de Verdun
92150 Suresnes
France

BNP Paribas

16, boulevard des Italiens
75009 Paris
France

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

A la date de dépôt du Projet de Note en Réponse, le Concert détient 5.140.349 Actions et 9.548.056 droits de vote de la Société, représentant 98,46% du capital et 98,98% des droits de vote de la Société⁵, étant précisé que l'Initiateur détient individuellement, à la date du présent document, 732.642 Actions et droits de vote représentant 14,03% du capital et 7,59% des droits de vote théoriques de la Société.

A la date de dépôt du Projet de Note en Réponse, l'Offre porte sur la totalité des Actions, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur seul ou avec le Concert, soit à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 80.471 Actions représentant 1,54% du capital et 1,02% des droits de vote de la Société.

Il est précisé que les 3.542 actions gratuites encore non définitivement attribuées à deux (2) titulaires (situation détaillée à la Section 1.3.3 (« *Situation des titulaires d'actions gratuites* ») du Projet de Note en Réponse) sont exclues de l'Offre, compte tenu du fait que leurs périodes d'acquisition n'auront pas

⁵ Sur la base d'un nombre total de 5.220.820 actions et 9.646.837 droits de vote théoriques de la Société au 19 septembre 2023, après perte des droits de vote double. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote, déduction faite des droits de vote doubles perdus à la suite des Acquisitions de Blocs.

expiré avant la clôture de l'Offre. Elles font par ailleurs l'objet d'accords de liquidité entre les titulaires et l'Initiateur (*promesses unilatérales d'achat et de vente*).

Il est précisé enfin que la Société n'a plus aucune action auto-détenue depuis 2010.

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

1.3.3. Situation des titulaires d'actions gratuites

1.3.3.1. Plans d'attribution d'actions gratuites

Au cours des cinq (5) dernières années, l'assemblée générale de la Société a délégué deux (2) fois au Conseil d'administration de la Société sa compétence pour attribuer des actions gratuites :

- Assemblée générale du 26 mai 2020 : délégation de compétence pour l'attribution d'actions gratuites dans la limite de 220.000 actions sur une période de 38 mois ; et
- Assemblée générale du 25 mai 2023 : délégation de compétence pour l'attribution d'actions gratuites dans la limite de 522.082 actions sur une période de 38 mois.

L'enveloppe globale décidée par l'assemblée générale du 26 mai 2020 a fait l'objet de deux (2) décisions du Conseil d'administration de la Société :

- Conseil d'administration du 20 décembre 2022 : attribution de 3.217 actions gratuites à Monsieur Eirik Bakke ; et
- Conseil d'administration du 18 avril 2023 : attribution de 325 actions gratuites à Monsieur Xavier Ballarin,

(ensemble les « **Actions Gratuites en Cours d'Acquisition** »).

Ces Actions Gratuites en Cours d'Acquisition ne seront définitivement attribuées gratuitement qu'à l'expiration d'une période d'un (1) an, soit le 20 décembre 2023 et le 18 avril 2024 respectivement, sous réserve du maintien de la qualité de salarié des titulaires au sein de la Société et de la souscription au capital de Cedys & Co. S'ensuit une période de conservation d'un (1) an également, soit jusqu'au 20 décembre 2024 et 18 avril 2025 respectivement.

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

1.3.3.2. Mécanisme de liquidité

En vertu des contrats de liquidité conclus avec les bénéficiaires d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition, chaque bénéficiaire d' Actions Gratuites en Cours d'Acquisition a consenti de manière irrévocable à l'Initiateur une promesse de vente, exerçable à compter de la Date de Disponibilité (tel que ce terme est défini ci-après), suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur à chaque

bénéficiaire d'Actions Gratuites en Cours d'Acquisition, exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente, et à défaut d'exercice de celle-ci.

La « **Date de Disponibilité** » correspondra au jour où les actions gratuites faisant l'objet des mécanismes de liquidité décrits ci-dessus deviendront cessibles au résultat de l'expiration de la période d'acquisition, ou, le cas échéant, de la période de conservation applicable.

En cas d'exercice d'une promesse, le prix de cession des Actions Gratuites sera égal au prix de l'Offre.

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

1.4. MODALITES DE L'OFFRE

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information ont été déposés auprès de l'AMF le 25 septembre 2023 par l'Etablissement Présentateur agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur. Un avis de dépôt relatif à l'Offre a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

L'Etablissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. L'Etablissement Présentateur est habilité à fournir des services de prise ferme en France.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information déposé le 25 septembre 2023 et précisant les modalités de sa mise à disposition sera diffusé par l'Initiateur le 25 septembre 2023. Le Projet de Note d'Information, tel que déposé auprès de l'AMF le 25 septembre 2023, est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges respectifs de l'Etablissement Présentateur et de l'Initiateur, et est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ActuNews pour le compte de l'Initiateur (<https://www.actusnews.com/fr/>).

Concomitamment, la Société a déposé son Projet de Note en Réponse à l'Offre, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF et l'avis motivé de son Conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera 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 emportera visa de la note d'information.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, la note en réponse ayant reçu le visa de l'AMF, ainsi que le document « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur celui de la Société (www.evolis.fr) et

seront mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents pourront également être obtenus sans frais au siège social de la Société.

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

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

1.5. CONDITIONS AUXQUELLES L'OFFRE EST SOUMISE

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

1.6. PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE

L'Offre sera ouverte pendant 10 jours de négociation.

Les actions de la Société 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 restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions de la Société apportées à l'Offre qui ne répondraient pas à ces conditions.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au prix de l'Offre par action au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre – sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné – en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

Les actions détenues sous forme nominative dans les registres de la Société devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des actions à l'Offre devront demander au teneur de compte-titres nominatif de la Société (CIC Market Solutions) la conversion de celles-ci afin de les détenir au porteur dans les meilleurs délais. Les intermédiaires financiers teneurs de comptes devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur des actions apportées à l'Offre. Les ordres de présentation des actions à l'Offre seront irrévocables.

L'Offre sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. BNP Paribas Arbitrage, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions qui seront apportées à l'Offre, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre.

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.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre dans les délais impartis.

1.7. TERMES ET MODALITES DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et 237-7 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (le « **Retrait Obligatoire** »). Il est précisé que les conditions à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire sont déjà réunies, l'Initiateur détenant directement et indirectement, à la date du Projet de Note en Réponse, 98,46% du capital social et 98,98% des droits de vote de la Société

Le Retrait Obligatoire sera effectué moyennant une indemnisation unitaire égale au prix de l'Offre, soit un prix de 43,75 euros par Action, nette de frais.

L'AMF publiera un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et Euronext Growth publiera un avis annonçant le calendrier de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le Retrait Obligatoire portera sur les Actions de la Société non détenues directement par le Concert, à la date de clôture de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 237-3, III du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera un communiqué informant le public de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire et précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information établie dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera un avis informant le public du Retrait Obligatoire dans un journal d'annonces légales du lieu du siège de la Société.

Le montant total de l'indemnisation sera versé par l'Initiateur, au plus tard à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Uptevia, désigné en qualité d'agent centralisateur des opérations d'indemnisation du Retrait Obligatoire. BNP Paribas Uptevia créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes de détenteurs des actions de la Société.

Les actions de la Société seront radiées d'Euronext Growth le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions de la Société dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par BNP Paribas Uptevia pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

1.8. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Growth publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier de l'Offre est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif.

| | |
|-------------------|---|
| 25 septembre 2023 | <p>Pour l'Initiateur</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne du Projet de Note d'Information de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ActuNews pour le compte de l'Initiateur (https://www.actusnews.com/fr/) - Publication et diffusion d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information. <p>Pour la Société</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et l'attestation d'équité de l'Expert Indépendant - Mise à disposition aux sièges de la Société et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne du Projet de Note en Réponse sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.evolis.com) - Publication et diffusion d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse |
| 18 octobre 2023 | Déclaration de conformité par l'AMF emportant visa de la note d'information et de la note en réponse de la Société |
| 18 octobre 2023 | <p>Pour l'Initiateur</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition aux sièges de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne de la note d'information visée par l'AMF sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ActusNews pour le compte de l'Initiateur (https://www.actusnews.com/fr/) - Mise à disposition aux sièges de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne du document « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables » de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ActusNews pour le compte de l'Initiateur (https://www.actusnews.com/fr/) - Publication et diffusion par l'Initiateur d'un communiqué indiquant la mise à disposition (i) de la note d'information visée par l'AMF et (ii) |

| | |
|---|---|
| | <p>du document « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables » de l'Initiateur</p> <p>Pour la Société</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public et mise en ligne et de la note en réponse de la Société visée par l'AMF sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.evolis.com) - Mise à disposition du public et mise en ligne du document « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables » de la Société sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.evolis.com) - Publication et diffusion par la Société d'un communiqué indiquant la mise à disposition (i) de la note en réponse de la Société visée par l'AMF et (ii) du document « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables » de la Société |
| 18 octobre 2023 | <p>Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre</p> <p>Diffusion par Euronext Growth de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités</p> |
| 19 octobre 2023 | Ouverture de l'Offre |
| 2 novembre 2023 | Clôture de l'Offre |
| 6 novembre 2023 | Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF et Euronext Growth |
| Dans les plus brefs délais à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre | Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions de la Société d'Euronext Growth |

1.9. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

A la connaissance de la Société, l'Offre est faite exclusivement en France, et aucun autre document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans des pays autres que la France, à l'exception des dispositions ci-dessous.

A la connaissance de la Société, l'Offre n'a fait ni ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de France et aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement ou d'un tel visa. A la connaissance de la Société, aucun document relatif à l'Offre ne constitue une offre de vente, d'échange ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation serait illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite.

A la connaissance de la Société, les actionnaires de la Société situés en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet, sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement d'aucune formalité ou publicité supplémentaire.

La participation à l'Offre et la distribution du Projet de Note d'Information et du présent Projet de Note en Réponse peuvent, en effet, faire l'objet de restrictions particulières en application des lois et règlements qui sont en vigueur hors de France. A la connaissance de la Société, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions.

En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information, du Projet de Note en Réponse ou de tous autres documents relatifs à l'Offre sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans l'un de ces pays. Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a décliné toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales et restrictions qui lui sont applicables.

L'Initiateur a rappelé néanmoins que les actions Evolis qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire en application du droit français et cela quels que soient les pays dans lesquels sont situés les porteurs et les droits locaux auxquels ils sont soumis.

Etats-Unis

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

A la connaissance de la Société, l'objet du Projet de Note d'Information est limité à l'Offre et aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information et aucun autre document relatif à l'Offre ou au Projet de Note d'Information ne peut être adressé, communiqué, diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis d'Amérique de quelque manière ou sous quelque forme que ce soit.

Tout actionnaire de la Société qui apportera ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis d'Amérique de copie du Projet de 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 d'Amérique, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, ou tout autre moyen de communication ou instrument relatif au commerce entre Etats des Etats-Unis d'Amérique ou entre autres Etats, ou les services d'une bourse de valeurs ou d'un système de cotation des Etats-Unis d'Amérique 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 a transmis son ordre d'apport, et (v) qu'il n'est ni agent, ni représentant, ni mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis d'Amérique.

Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport d'actions 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.

A la connaissance de la Société, le Projet de 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 États-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis d'Amérique.

Pour les besoins de la présente section, on entend par États-Unis d'Amérique les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces États ainsi que le district de Columbia.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EVOLIS

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 18 septembre 2023, sur convocation de son Président, Monsieur Emmanuel Picot, à l'effet de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.

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

- les statuts de la Société ;
- la lettre de mission de l'Expert Indépendant ;
- le rapport d'expertise de l'Expert Indépendant en date du 18 septembre 2023 ;
- le Projet de Note d'Information de l'Initiateur contenant notamment les motifs et les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par BNP Paribas en qualité d'établissement présentateur de l'Offre ; et
- le présent Projet de Note en Réponse de la Société.

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

- Monsieur Emmanuel Picot, Président du Conseil d'administration et directeur général de la Société ;
- Madame Cécile Belanger, administrateur ;
- Monsieur Didier Godard, administrateur ;
- Monsieur Yves Liatard, administrateur ;
- Monsieur Serge Olivier, administrateur ; et
- Madame Nelly Laurent, administrateur.

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

L'avis motivé suivant a été rendu à l'unanimité des membres du Conseil d'administration de la Société :

« Le Président de Séance indique aux membres du Conseil d'administration qu'il leur incombe, en application de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, d'examiner le projet d'Offre qui devrait être déposé par HID GLOBAL SAS sur le solde du capital et des droits de vote de la Société au

prix de 43,75 euros par action et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Dans le cadre de l'Offre, il est rappelé l'historique suivant :

- *le 18 juillet 2023, à la suite des discussions intervenues entre HID GLOBAL SAS et les associés de CEDYS&CO, qui détient environ 84,43% du capital social et des droits de vote de la Société, une promesse d'acquisition portant sur l'intégralité des titres de CEDYS&CO a été consentie par HID GLOBAL aux actionnaires de CEDYS&CO.*

En parallèle, a été conclu entre HID GLOBAL SAS et les fonds Crédit Mutuel le 18 juillet 2023 un contrat d'acquisition portant sur environ 14% du capital social et des droits de vote de la Société dont la réalisation était subordonnée à l'acquisition de l'intégralité du capital de CEDYS&CO.

La signature de ces accords a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 19 juillet 2023.

- *le Conseil d'administration, lors de sa séance du 18 juillet 2023, a désigné le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri PHILIPPE, en tant qu'expert indépendant, sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF dans les conditions réglementaires applicables, afin de permettre au Conseil d'administration de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

L'AMF a indiqué, par courrier électronique en date du 24 juillet 2023, ne pas s'opposer à la désignation du cabinet Accuracy dans le cadre de l'Offre ;

- *la Société a alors mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son Comité social et économique qui a émis un avis favorable le 29 août 2023 ;*
- *le 4 septembre 2023, à la suite de l'avis favorable du Comité social et économique, les actionnaires de CEDYS&CO ont exercé la promesse d'achat consentie à leur profit.*

Par une lettre-avenant conclue le 11 septembre entre les actionnaires de CEDYS&CO et HID GLOBAL SAS, les parties ont convenu de signer le contrat de cession portant sur l'intégralité du capital de CEDYS&CO le 19 septembre 2023 et de procéder à la réalisation de la cession le même jour ;

- *l'Opération était soumise à l'obtention d'une autorisation par les services compétents au titre de la réglementation des investissements étrangers en France, qui a été obtenue le 29 août 2023 via la confirmation écrite que les activités de la Société ne rentrent pas dans le champ de la réglementation applicable ;*
- *L'Opération reste cependant soumise (i) à l'absence de changement défavorable significatif dans la situation de Evolis et de ses filiales et (ii) à la réalisation concomitante de la cession du bloc d'actions de la Société détenues par Crédit Mutuel qui devront être constatées à la date de réalisation de l'Opération, prévue pour intervenir le 19 septembre.*

Le Président de Séance rappelle enfin que dans le cadre de l'Opération, la Société a mis à disposition de HID GLOBAL SAS et de ses conseils un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information

privilégiée DOC 2016-08. Celle-ci ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant la réalisation de l'Opération et le dépôt de l'Offre.

Le Président de Séance rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de HID GLOBAL SAS.

Le Président de Séance rappelle néanmoins aux membres du Conseil d'administration les motifs et les principaux termes de l'Offre, à savoir que :

- dans la mesure où HID GLOBAL SAS a, en conséquence de l'Opération, franchi les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3 II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF ;
- à la date du dépôt de l'Offre, HID GLOBAL SAS détiendra directement et indirectement 5.140.349 actions de la Société, représentant environ 98,5 % du capital social et des droits de vote de la Société ;
- l'Offre est libellée au prix de 43,75 euros par action, soit un prix par action correspondant au prix d'acquisition des titres de CEDYS&CO, déduction faite de la dette financière propre au niveau de CEDYS&CO ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues par HID GLOBAL SAS à la date de son dépôt, à l'exception (i) des actions gratuites de la Société non acquises ou soumises à une période de conservation pour lesquelles des promesses d'achat et de vente croisées seront conclues avec HID GLOBAL SAS et (ii) des actions de la Société que HID GLOBAL SAS pourrait acquérir entre le dépôt et l'ouverture de l'Offre, conformément à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF ;
- l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;
- HID GLOBAL SAS n'a assorti son Offre d'aucune condition ;
- HID GLOBAL SAS a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à la clôture de l'Offre si les conditions légales et réglementaires étaient réunies, étant précisé le seuil permettant la réalisation d'un tel retrait obligatoire conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF est déjà atteint avant le lancement de l'Offre.

Le Président de Séance précise qu'il est prévu que l'Offre soit déposée auprès de l'AMF, le 22 septembre 2023, à l'issue de la réalisation de l'Opération.

Travaux et recommandations de l'Expert Indépendant

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

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

- les membres de la direction financière de la Société et ses conseils financiers ont organisé plusieurs points afin de (i) s'assurer que l'Expert Indépendant a eu accès à toutes les informations et aux personnes utiles à la réalisation de sa mission, (ii) veiller à ce que l'Expert Indépendant réponde aux éventuelles observations écrites d'actionnaires qui seraient reçues par la Société, et (iii) apprécier les rendus et conclusions de l'Expert Indépendant en vue de la préparation de l'avis motivé du Conseil d'administration ;
- l'Expert Indépendant a eu notamment accès aux éléments financiers et juridiques confidentiels suivants :
 - le plan d'affaires couvrant la période 2023-2026 élaboré par le Management ainsi que le commentaire écrit associé,
 - les comptes consolidés non audités de la Société au 30 juin 2023,
 - la présentation de la Société par le Management,
 - les contrats de cession des blocs,
 - le détail du montant d'acquisition des actions Cedys & Co basé sur le prix d'Offre des actions Evolis,
 - le rapport d'évaluation élaboré par la Banque,
 - le projet de note d'information,
 - les comptes de la société Cedys & Co pour l'exercice 2022,
 - le plan d'attribution d'actions gratuites,
 - un document décrivant le statut des dirigeants de la Société post Opération.
- l'Expert Indépendant a notamment effectué la liste des travaux suivants :
 - analyse du projet de note d'information élaboré par l'initiateur et ses conseils,
 - analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du Bloc de Contrôle, de la vie boursière de l'action Evolis sur la période récente et de la liquidité de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
 - analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants de la Société pour la période 2023-2026,
 - entretiens avec les dirigeants de la Société, portant notamment sur la présentation de la Société, de son historique, ses perspectives, son positionnement concurrentiel actuel et futur, sa situation financière, etc.,
 - entretiens avec des représentants des conseils de la Société,
 - entretien avec les représentants de l'initiateur,

- *entretiens avec des représentants de la Banque,*
- *examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente,*
- *évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour Discounted Cash Flows) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),*
- *dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches d'évaluation, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,*
- *dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,*
- *dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,*
- *analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,*
- *analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,*
- *contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant (Associé honoraire d'Accuracy) n'ayant pas participé à la mission.*

Le Conseil d'administration observe que les éléments financiers et juridiques auxquels l'Expert Indépendant a eu accès représentent la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et ne font pas état de différences significatives dans son contenu avec la communication financière de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes. Pendant la période de travaux de l'expert, les membres du Conseil d'administration font par ailleurs le constat de l'absence de réception d'observation d'actionnaires.

Avis motivé du Conseil d'administration

Le Président de Séance invite ensuite les membres du Conseil d'administration à prendre connaissance des intentions de l'Initiateur figurant dans le projet de note d'information et à examiner les conséquences de l'Offre pour la Société.

A cet égard, le Conseil d'administration prend notamment acte que :

- *l'initiateur est un leader mondial des solutions d'identification sécurisée avec plus de 25 ans d'expérience sur le marché;*
- *l'initiateur entend poursuivre la stratégie commerciale et industrielle de la Société, en collaboration avec les dirigeants de la Société ;*

- *l’initiateur n’envisage pas de procéder à une fusion de l’initiateur avec la Société ;*
- *l’Offre s’inscrit dans le cadre de la stratégie globale de HID GLOBAL SAS visant à accroître sa part de marché en lui permettant de proposer à sa clientèle une gamme plus étendue de produits et d’étendre sa capacité de production ;*
- *sur la gouvernance de la Société, la composition du Conseil d’administration sera modifiée à compter de la réalisation de l’Opération pour tenir compte de la nouvelle structure actionnariale de la Société ;*
- *l’initiateur entend s’appuyer sur la forte présence et la réputation établie de la Société en France afin de se renforcer et d’investir sur ce marché et compte sur l’intégration de la Société au sein du groupe ASSA ABLOY afin de renforcer leur croissance commune.*

Le Président de Séance invite ensuite les membres du Conseil d’administration à examiner les conséquences de l’Offre pour les salariés de la Société.

À cet égard, le Conseil d’administration prend notamment acte que :

- *l’initiateur a indiqué que l’Offre s’inscrit dans une logique de poursuite de la stratégie et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d’incidence significative sur la politique poursuivie par la Société en matière d’emploi ;*
- *lors de sa réunion en date du 29 août 2023, le comité social et économique de la Société a émis un avis favorable relativement à l’Offre ;*
- *les bénéficiaires d’actions gratuites émises par la Société pourront bénéficier, sous certaines conditions, d’un mécanisme de liquidité à raison des actions gratuites qu’ils ne pourront pas, sauf cas légaux ou règlementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire), apporter à l’Offre.*

Le Président de Séance invite ensuite les membres du Conseil d’administration à examiner les conséquences de l’Offre pour les actionnaires de la Société.

À cet égard, le Conseil d’administration a examiné le rapport de l’expert indépendant dont la conclusion est la suivante :

« Dans le cadre de l’offre publique d’achat obligatoire stricto sensu, nous estimons que le prix de 43,75 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d’un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par HID Global, Initiateur de l’Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

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

Nous avons porté une attention particulière aux modalités de détermination du prix de cession des actions Cedys & Co ainsi qu’aux mécanismes de liquidité des actions gratuites. Il ressort en particulier de nos analyses que :

- *le prix des actions cédées par les actionnaires de Cedys & Co correspond, par transparence, au Prix d’Offre proposé aux actionnaires d’Evolis,*

- le mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des actions gratuites ne confère pas selon nous d'avantage particulier aux détenteurs desdites actions.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 43,75 € par action qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre +20% et +32%, niveau de prime qui nous semble confortable au regard des considérations suivantes.

- Il reflète des scénarios relativement optimistes correspondant au maintien à perpétuité d'une rentabilité sur capitaux employés comprise entre 25% et 30%.
- Les synergies attendues de l'Opération sont peu significatives : (i) les deux sociétés ne sont pas positionnées sur la même technologie d'impression ce qui limite les économies d'échelle liées aux coûts d'approvisionnement, (ii) l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société ce qui limite certaines optimisations de coûts et (iii) l'Initiateur n'attend pas de synergies de revenus significatives, à l'inverse il anticipe que certains distributeurs / intégrateurs communs aux deux groupes puissent souhaiter diversifier leurs approvisionnements auprès d'autres concurrents.

Par ailleurs, étant donné la liquidité réduite du titre, les actionnaires qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions.

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

Le Conseil d'administration prend également note des accords conclus entre l'initiateur, trois des principaux cédants de CEDYS&CO relatifs à leurs rôles au sein de la Société à l'issue de la réalisation de l'Opération, tels que décrits à la Section 1.5 du projet de note d'information.

Au vu de ce qui précède et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur BNP Paribas et (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, après discussion le Conseil d'administration à l'unanimité de ses membres :

- **considère** que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, ses salariés et ses actionnaires ;
- **décide** d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté;
- **recommande** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **approuve** à l'unanimité le projet de note en réponse, ainsi que le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du projet de note en réponse de la Société ;
- **autorise**, autant que de besoin, le directeur général de la Société, avec faculté de délégation, à l'effet de ;
 - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document «Autres Informations» relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;

- *préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
- *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
- *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.*

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

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

- *Monsieur Emmanuel Picot détient 1 action de la Société ;*
- *Monsieur Didier Godard détient 1 action de la Société ;*
- *Monsieur Yves Liatard détient 1 action de la Société ;*
- *Monsieur Serge Olivier détient 1 action de la Société ; et*
- *Madame Cécile Bélanger détient 1 action de la Société.*

L'ensemble des administrateurs ont l'intention d'apporter l'intégralité de ses actions à l'Offre. »

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

Les membres du Conseil d'administration ayant émis l'avis motivé détiennent des Actions de la Société dans les proportions suivantes :

- Monsieur Emmanuel Picot détient 1 Action de la Société ;
- Madame Cécile Belanger détient 1 Action de la Société ;
- Monsieur Didier Godard détient 1 Action de la Société ;
- Monsieur Yves Liatard détient 1 Action de la Société
- Monsieur Serge Olivier détient 1 Action de la Société ; et
- Madame Nelly Laurent ne détient aucune Action de la Société.

Lors du Conseil d'administration du 18 septembre 2023, les membres du Conseil d'administration détenant des Actions de la Société ont indiqué, chacun en ce qui le concerne, qu'ils ont l'intention d'apporter l'intégralité de leurs Actions à l'Offre.

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

La Société n'a plus aucune action auto-détenue depuis 2010.

5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE D'EVOLIS

Après la signature de la Promesse d'Achat décrite à la Section 1.2.1.1 (« *Signature préalable d'une promesse d'achat et d'un contrat d'acquisition d'actions soumis à conditions suspensives* ») du Projet de Note en Réponse, la Société a engagé la procédure d'information et de consultation de ses IRP. Au terme de cette procédure, les IRP de la Société ont rendu en date du 29 août 2023, un avis favorable sur le projet d'acquisition du Bloc Majoritaire et sur le projet d'Offre.

Par ailleurs, conformément à l'article L.2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du Comité Social et Economique en cas d'offre publique d'achat, régie par les articles L.2312-45 à L.2312-51 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt du projet d'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

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

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société, réuni le 18 juillet 2023, a désigné à l'unanimité le cabinet ACCURACY, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant. Cette désignation a été confirmée par l'AMF le 24 juillet 2023.

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

« Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire stricto sensu, nous estimons que le prix de 43,75 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par HID Global, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

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

Nous avons porté une attention particulière aux modalités de détermination du prix de cession des actions Cedys & Co ainsi qu'aux mécanismes de liquidité des actions gratuites. Il ressort en particulier de nos analyses que :

- le prix des actions cédées par les actionnaires de Cedys & Co correspond, par transparence, au Prix d'Offre proposé aux actionnaires d'Evolis,*
- le mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des actions gratuites ne confère pas selon nous d'avantage particulier aux détenteurs desdites actions.*

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 43,75 € par action qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre +19,6% et +31,9%, niveau de prime qui nous semble confortable au regard des considérations suivantes.

- Il reflète des scénarios relativement optimistes correspondant au maintien à perpétuité d'une rentabilité sur capitaux employés comprise entre 25,0% et 30,0%.*
- Les synergies attendues de l'Opération sont peu significatives : (i) les deux sociétés ne sont pas positionnées sur la même technologie d'impression ce qui limite les économies d'échelle liées aux coûts d'approvisionnement, (ii) l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société ce qui limite certaines optimisations de coûts et (iii) l'Initiateur n'attend pas de synergies de revenus, à l'inverse il anticipe que certains distributeurs / intégrateurs communs aux deux groupes puissent souhaiter diversifier leurs approvisionnements auprès d'autres concurrents.*

Par ailleurs, étant donné la liquidité réduite du titre, les actionnaires qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions.

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

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

7.1. PROMESSE D'ACHAT ET CONTRATS D'ACQUISITION

L'Initiateur et les actionnaires de CEDYS&CO ont conclu respectivement, les 18 juillet 2023 et 19 septembre 2023, la Promesse d'Achat et le Contrat d'Acquisition dont les principales stipulations sont décrites à la Section 1.2.1.1 (« *Signature préalable d'une promesse d'achat et d'un contrat d'acquisition d'actions soumis à conditions suspensives* ») du Projet de Note en Réponse.

L'Initiateur et Crédit Mutuel ont conclu le 18 juillet 2023 un contrat d'acquisition dont les principales stipulations sont décrites à la Section 1.2.1.1 (« *Signature préalable d'une promesse d'achat et d'un contrat d'acquisition d'actions soumis à conditions suspensives* ») du Projet de Note en Réponse.

7.2. MECANISME DE LIQUIDITE

L'Initiateur et les bénéficiaires des Actions Gratuites en Cours d'Acquisition ont conclu les 18 et 19 septembre 2023 les promesses unilatérales d'achat et de vente décrites à la Section 1.3.3.2 (« *Mécanisme de liquidité* ») du Projet de Note en Réponse.

7.3. AUTRES ACCORDS DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE

Afin d'assurer la réalisation de l'intégration de la Société et de ses filiales au sein du groupe de l'Initiateur dans de bonnes conditions, Monsieur Emmanuel Picot, Madame Cécile Belanger et Monsieur Serge Olivier continueront à accompagner la Société pendant une période transitoire allant, s'agissant de Monsieur Emmanuel Picot, jusqu'au 30 juin 2025 et, s'agissant de Madame Cécile Belanger de Monsieur Serge Olivier, jusqu'au 30 juin 2024.

Dans ce contexte, il a été convenu de maintenir leurs fonctions aux conditions actuelles jusqu'au 31 décembre 2023.

A compter du 1^{er} janvier 2024 et postérieurement à la réalisation du Retrait Obligatoire, il a été convenu que les principes et le montant de leurs rémunérations seraient revus, sur la base de principes cohérents avec leurs rémunérations actuelles respectives afin de tenir compte du nouveau contexte de la Société et de son intégration dans le groupe de l'Initiateur.

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

8. ELEMENTS CONCERNANT EVOLIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

8.1. STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE

À la date du Projet de Note en Réponse, la structure du capital de la Société est telle décrite à la Section 1.2.3 (« Répartition du capital et des droits de vote de la Société ») du présent Projet de Note en Réponse.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucune autre valeur mobilière ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société et les actions gratuites à émettre telles que décrites à la Section 1.1 (« Présentation de l'Offre et de l'Initiateur ») du Projet de Note en Réponse.

8.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 13.2 des statuts de la Société prévoit que : « Toute personne agissant seule ou de concert, qui vient à détenir une fraction égale :

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

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

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

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

Garantie de cours

L'article 13.3 des statuts de la Société dispose que « sauf si la loi ou toute autre disposition applicable en dispose autrement, les cessions de bloc de titres conduisant à la détention de la majorité des droits de vote ou du capital par une personne, agissant seule ou de concert, donnent lieu à la mise en œuvre par les acquéreurs d'une garantie de cours pendant au moins 10 jours de bourse.

La garantie de cours consiste dans l'obligation pour les cessionnaires du ou des blocs ci-dessus visé(s) de se porter acquéreur au cours auquel la cession du bloc a été ou doit être réalisée, et seulement à ce cours, de tous les titres présentés à la vente sur Euronext Growth.

L'offre d'acquisition au titre de la garantie de cours sera ferme et irrévocable et ne pourra être conditionnée à la présentation d'un nombre minimal de titres ou à une quelconque autre condition suspensive. »

Droits de vote

L'article 11.3 des statuts de la Société confère un droit de vote double (i) aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis trois ans au moins au nom du même actionnaire ; et (ii) aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou prime d'émission à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Ce droit de vote double cesse de plein droit pour toute action transférée en propriété.

Transfert d'actions

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

8.3. CLAUSES DE CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

Les dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce ne sont pas applicables à la Société en ce que ses actions sont admises à la négociation sur Euronext Growth.

8.4. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES

À la connaissance de la Société, et à la date du présent Projet Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 1.2.3 (« Répartition du capital et des droits de vote de la Société ») du Projet de Note en Réponse.

Conformément à l'article 13.2 des statuts de la Société et aux articles L.233-7 et suivants du Code de commerce, aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils adressée à l'AMF en date du 25 septembre 2023 en conséquence des Acquisitions de Blocs mentionnées à la Section 1.2.1.1 (« Signature préalable d'une promesse d'achat et d'un contrat d'acquisition d'actions soumis à conditions suspensives ») du Projet de Note en Réponse, il a été déclaré que le Concert a franchi à la hausse les seuils de 50%, 66,66%, 90% et 95% du capital et des droits de vote, et détient 5.140.349 actions et 9.548.056 droits de vote de la Société, représentant 98,46% de son capital social et 98,98% de ses droits de vote.

8.5. LISTE DES DETENTEURS DE TOUS TITRES CONFERANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DESDITS DROITS DE CONTROLE

Néant.

8.6. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL

Néant.

8.7. ACCORDS ENTRE LES ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Néant.

8.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

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

La société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de douze (12) membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

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

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions

et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

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

Au cours de la vie sociale, la durée des fonctions des administrateurs est de six (6) années. Elle expire à l'issue de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et qui est tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

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

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L. 225-24 du Code de commerce.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

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

8.9. REGLES APPLICABLES A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

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

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

8.10. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN CE QUI CONCERNE L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS

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

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le Conseil d'administration procède à tout moment aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Au-delà des pouvoirs généraux que lui confèrent la loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie des délégations suivantes, accordées par l'Assemblée Générale des actionnaires de la Société en date du 25 mai 2023 :

- Délégation de compétence pour l'attribution d'actions gratuites dans la limite de 522.082 actions sur une période de 38 mois ;
- Délégation de compétence afin de réaliser une augmentation de capital par incorporation de réserves ou primes afin d'émettre les actions attribuées gratuitement la durée nécessaire à la mise en œuvre de l'autorisation d'attribution d'actions gratuites susmentionnée.

8.11. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SERONT MODIFIES OU RESILIES EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE

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

8.12. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ECHANGE

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

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

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

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

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

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

Evolis
Représentée par son Directeur général, M. Emmanuel Picot

Annexe

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Expertise indépendante
dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée
suivie d'un retrait obligatoire initiée par *HID Global*
visant les actions *Evolis*

Septembre 2023

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique simplifiée suivie d'un retrait obligatoire initiée par *HID Global* visant les actions *Evolis*

Evolis SA (ci-après la « **Société** » ou la « **Cible** ») est une société française spécialisée dans la conception, le développement et la fabrication de systèmes d'impression permettant la personnalisation graphique et l'encodage de cartes d'identification.

Créée en 2000 par cinq fondateurs, la Société est cotée sur *Euronext Growth Paris* depuis 2006. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 171 m€ au 18 juillet 2023 (soit 32,8 € par action).

La Société est actuellement contrôlée par la société *holding Cedys & Co* dont l'objet est de détenir la participation des actionnaires fondateurs d'*Evolis* (ci-après les « **Fondateurs** »)¹ à la suite de l'apport de leur participation majoritaire réalisé préalablement au dépôt par *Cedys & Co* d'une offre publique d'achat simplifiée sur la Société en septembre 2019.

Cedys & Co détient à ce jour 84,43% du capital d'*Evolis* et 85,50% des droits de vote. Le solde est constitué de du *Crédit Mutuel* (14,03%), du flottant (1,17%) et d'actions détenues par le management et des salariés (0,37%).

HID Global SAS (ci-après « **HID** » ou « **l'Initiateur** ») est une filiale du groupe suédois *Assa Abloy*, spécialiste des solutions d'accès sécurisées, coté à la bourse de Stockholm. *HID* conçoit, développe et commercialise des solutions d'identification pour les biens, les personnes, les lieux et les objets.

Le 19 juillet 2023, *Evolis* a annoncé :

- (i) l'entrée en négociations exclusives d'*HID* avec les actionnaires de *Cedys & Co*, pour la cession de leur participation dans *Cedys & Co* (ci-après le « **Bloc Majoritaire** »), formalisée par la conclusion d'une promesse d'achat unilatérale. A la suite de cette acquisition, l'Initiateur et sa filiale, *Cedys & Co* agiront de concert (l'Initiateur et *Cedys & Co* étant dénommés ci-après le « **Concert** ») ;
- (ii) la conclusion d'un contrat de cession d'actions de la Société détenues par *Crédit Mutuel Equity SCR* et *Crédit Mutuel Innovation* (ensemble, le « **Crédit Mutuel** ») à *HID* portant sur 14,03% des actions d'*Evolis* et

¹ M. Emmanuel Picot, Mme Cécile Belanger, M. Serge Olivier, M. Didier Godard et M. Yves Liatard ainsi que deux actionnaires historiques de la Société, Mme Cyrille Volentier et Mme Nelly Laurent

7,59% des droits de vote. Cette cession est conditionnée à la réalisation de l'acquisition du Bloc Majoritaire.

En vertu de ces accords et après réalisation de ces opérations d'acquisitions (ci-après les « **Acquisitions de Blocs** »), prévues le 19 septembre 2023, l'Initiateur détiendra :

- (i) la totalité des actions de la société *Cedys & Co*, devenant par voie de conséquence actionnaire majoritaire à hauteur de 84,43% du capital et 85,50% des droits de vote d'*Evolis*, pour un montant extériorisant un prix de 43,75 € par action *Evolis*,
- (ii) la participation du *Crédit Mutuel*, représentant 14,03% du capital d'*Evolis* au même prix, soit 43,75 € par action *Evolis*.

A l'issue de ces opérations (ci-après « **l'Opération** »), le Concert détiendra, directement et indirectement, 98,46 % du capital et 98,98% des droits de vote théoriques² d'*Evolis*, étant précisé que l'Initiateur détient individuellement 14,03% du capital et 7,59% des droits de vote de la Société.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Evolis*, l'Initiateur est tenu de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée, qui sera suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'« **Offre** »), sur le solde du capital de la Société au même prix de 43,75 € par action (ci-après le « **Prix d'Offre** ») (à l'exception des actions gratuites existantes faisant l'objet d'un accord de liquidité).

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société a désigné *Accuracy* le 18 juillet 2023 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires en tant que prix d'indemnisation dans le contexte d'un retrait obligatoire. En l'absence de comité *ad hoc* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, la désignation de l'expert a été soumise au droit d'opposition éventuel de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

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

² Sur la base d'un nombre total de 5 220 830 actions et 10 309 955 droits de vote théoriques de la Société à la date du présent rapport. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

-
- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;
 - (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
 - (iii) « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;
 - (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

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

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

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

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

Forte d'une équipe de plus de 600 consultants (dont plus de 250 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

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

Figure 1 | Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

| Date de dépôt | Cible | Initiateur | Type d'opération | Banque présentatrice |
|---------------|---------------------|--|-----------------------------------|------------------------------|
| août-23 | Biorcorp Production | Novo Nordisk | Offre publique d'achat simplifiée | Lazard Frères et Portzamparc |
| oct-22 | Le Tanneur & Cie | Tolomei Participations et Qatar Luxury Group | Offre publique de retrait | Natixis |
| nov-21 | Artefact | BidSky | Offre publique simplifiée | Société Générale |

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs, avec le concours de

Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également maître de conférences à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.
- Guillaume Charton a une expérience de plus de quinze ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'*HEC*.
- Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de l'*Université Paris-Dauphine*.
- Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'État en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié. Il n'est plus aujourd'hui employé par *Accuracy*.

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

1.3. Déclaration d'indépendance

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

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

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 65 000 euros hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du Bloc de Contrôle, de la vie boursière de l'action *Evolis* sur la période récente et de la liquidité de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants de la Société pour la période 2023-2026,
- entretiens avec les dirigeants de la Société (ci-après le « **Management** »), portant notamment sur la présentation de la Société, de son historique, ses perspectives, son positionnement concurrentiel actuel et futur, sa situation financière, etc.,
- entretiens avec des représentants des conseils de la Société,
- entretien avec les représentants de l'Initiateur,
- entretiens avec des représentants de la Banque,
- examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente,
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches d'évaluation, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,

-
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
 - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,
 - obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société et d'une lettre d'affirmation de la part de l'Initiateur,
 - contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant (Associé honoraire d'*Accuracy*) n'ayant pas participé à la mission,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

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

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 19 juillet 2023, date de notre nomination par le Comité d'administration, au 18 septembre 2023, date de signature du présent rapport.

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

- semaine du 24 juillet 2023 au 28 juillet 2023 : (i) réunion de lancement des travaux avec la *Banque* et la banque d'affaires chargée du processus de cession, *Natixis Partners* et (ii) une réunion avec la Société.
- Semaine du 31 juillet 2023 au 4 août 2023 : réunion de travail avec la Société et *Natixis Partners*.
- semaine du 21 août au 25 août 2023 : réunion de travail avec la Banque concernant leur rapport préliminaire d'évaluation.
- semaine du 28 août au 1^{er} septembre 2023 : (i) réunion de travail avec le Management concernant l'activité de la Société ainsi que ses perspectives de développement, (ii) échanges avec *Natixis Partners* et (iii) échange avec les représentants de l'Initiateur.
- Semaine du 4 septembre au 8 septembre 2023 : échanges avec *Natixis Partners*.
- Semaine du 11 septembre au 15 septembre 2023 : échanges avec la Banque et *Natixis Partners*.

1.5.3. Informations utilisées

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

- le plan d'affaires couvrant la période 2023-2026 (le « **Plan d'Affaires** ») élaboré par le Management ainsi que le commentaire écrit associé,
- les comptes consolidés non audités de la Société au 30 juin 2023,
- la présentation de la Société par le Management,
- les contrats de cession des Blocs,
- le détail du montant d'acquisition des actions *Cedys & Co* basé sur le Prix d'Offre des actions *Evolis*,
- le rapport d'évaluation élaboré par la Banque,
- le projet de note d'information,
- les comptes de la société *Cedys & Co* pour l'exercice 2022,
- le plan d'attribution d'actions gratuites,
- un document décrivant le statut des dirigeants de la Société post Opération.

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

- les rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- des rapports annuels de sociétés comparables,
- des informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ* et *Mergermarket*.

1.5.4. Listes des principaux interlocuteurs

Dans le cadre de nos travaux, nous avons échangé avec les personnes suivantes :

- Emmanuel Picot, Président Directeur Général, *Evolis*,
- Cécile Belanger, Vice-Président, *Evolis*,
- Grégoire Germain, Directeur Financier, *Evolis*,
- Christophe Vétillart, *Executive Officer*, *Evolis*,
- Thomas Laroque, *Managing Director*, *Natixis Partners*,
- Christophe Jalinot, *Managing Director*, *BNP Paribas*
- Virginie Scotto, Directeur, *BNP Paribas*
- Tim Moxon, *Vice-Président Senior*, *HID*
- Patrick Murphy, *Corporate Development Associate*, *HID*

1.5.5. Limites de nos travaux

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

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

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

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

2. Contexte de l'Opération

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. Une société leader du marché de l'impression décentralisée de cartes plastiques

Evolis est une société française, créée en 2000, qui développe, conçoit et produit des systèmes d'impression décentralisés pour cartes plastiques. Les imprimantes développées par *Evolis* permettent la personnalisation graphique et l'encodage de cartes plastiques (cartes de paiement, de fidélité, badges d'accès, etc.). *Evolis* commercialise également une gamme de consommables nécessaires à l'utilisation de ces imprimantes.

Il existe deux principales technologies d'impression de cartes plastiques :

- l'impression directe (ou technologie *Direct-to-Card*) qui consiste à imprimer directement sur la surface de la carte à l'aide de rubans d'encre,
- l'impression par transfert thermique (ou *Retransfer*) qui consiste à imprimer au verso d'un film plastique qui est ensuite collé par chauffage sur la carte.

La technologie *Direct-to-Card* est une technologie meilleure marché et permet une impression des cartes plus rapide que la technologie *Retransfer*. La technologie *Retransfer*, quant à elle, permet une impression mieux finie, « sans marge » sur le bord de la carte et plus résistante. Elle permet également la réimpression des cartes.

Avec une base installée estimée à plus de 400 000 imprimantes (et près de 800 000 imprimantes vendues depuis sa création), *Evolis* est l'un des *leaders* mondiaux du marché des imprimantes *Direct-to-Card* tandis qu'*HID* est l'un des *leaders* mondiaux du marché des imprimantes *Retransfer*.

La Société tire son chiffre d'affaires à parts égales des ventes d'imprimantes (nouvelles ou remplacement) et des ventes de consommables, qui sont par nature plus récurrentes.

Contrairement à des acteurs opérant dans d'autres segments du marché de l'impression (impression grand public notamment), *Evolis* a fait le choix de ne pas recourir à un modèle de type « *razor and blades* » consistant à proposer les équipements à des prix très attractifs pour tirer l'essentiel de sa profitabilité de la vente de consommables. Ainsi, selon la Société, la marge opérationnelle générée par les ventes d'imprimantes est relativement proche de celle générée par les ventes de consommables.

Les produits développés par *Evolis* permettent d'adresser un large éventail de secteurs économiques et d'usages :

- les entreprises : pour la génération de badges d'employé, de badges de contrôle d'accès et de badges visiteur,
- l'éducation : pour la génération de cartes d'étudiant, de badges de contrôle d'accès et de cartes de paiement,
- le loisir : pour la génération de cartes d'adhérent, de cartes prépayées et de badges d'employé,
- les institutions publiques : pour la génération de cartes d'identité, de permis de conduire, de cartes d'électeur et de cartes de résident,
- le transport : pour la génération de titres de transport, de badges de contrôle d'accès et de badges d'employés,
- la santé : pour la génération de badges de contrôle d'accès, de badges d'employé et de cartes d'identification de patients,
- les institutions financières : pour la génération de cartes de paiement, de cartes prépayées et de badges d'employés,
- le commerce de détail : pour la génération d'étiquettes de prix, de cartes de désignation de produits, de badges d'employés, de cartes de fidélité et de cartes cadeaux.

Les systèmes d'impression commercialisés par *Evolis* étant utilisés de manière décentralisée, la Société présente une base d'utilisateurs finaux très diffuse et éclatée (constituée d'hôtels, de commerces, d'établissements scolaires, etc.).

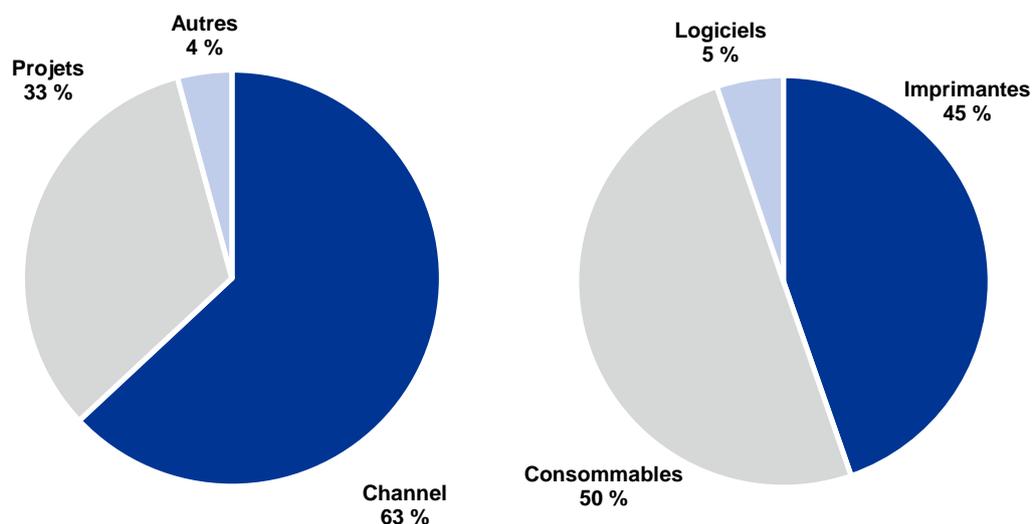
Par ailleurs, le taux d'équipement de son marché domestique étant déjà élevé, la Société a structuré, dès son origine, un réseau de distribution à l'international, où le potentiel de croissance et d'équipement est plus élevé. Aujourd'hui, *Evolis* est présente dans 140 pays et réalise plus de 90% de son chiffre d'affaires à l'export, principalement en Europe, Afrique et Moyen-Orient (30%), en Amérique du Nord (25%) et en Asie (22%).

Ces deux facteurs expliquent le recours à un mode de distribution intermédiaire composé de près de 400 grossistes, importateurs et revendeurs spécialisés. Ceci implique que, dans la plupart des cas, la Société n'a pas connaissance du client final. Ce mode de distribution appelé « **Channel** » représente 63% des ventes de la Société en 2022.

La Société travaille également avec un réseau d'intégrateurs de systèmes partenaires pour répondre à des projets de grande envergure dans le cadre d'appels d'offres. Il s'agit donc de contrats importants avec des institutions publiques et financières, principalement à l'étranger : Inde, Corée du Sud, États-Unis ou en Afrique. Ce second mode de distribution par « **Projets** » représente près de 33% des ventes de la Société en 2022. Les marges opérationnelles

réalisées sur les ventes Projets sont moins élevées que celles des ventes Channel.

Figure 2 | Répartition du CA par mode de distribution et par types de produits vendus en 2022



2.1.2. Un marché de niche à la rentabilité élevée...

Le marché de l'impression décentralisée de cartes plastiques est un marché de niche dominé par les acteurs suivants : *Entrust Datacard, Evolis, HID, Magicard* (acquis par *Brady Corporation*), *Matica, Mühlbauer* et *Zebra Technologies*.

L'analyse des performances historiques de la Société sur longue période permet d'appréhender les principales caractéristiques de ce marché.

Il s'agit tout d'abord d'un marché relativement mature dont la croissance est tirée par l'équipement de pays émergents et/ou de certains secteurs. Sur la période 2015-2022, la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de la Société s'établit à 7% à taux de change constant (ou TCC). Un tel niveau de croissance reflète à la fois (i) le dynamisme de certains marchés émergents (tirés notamment par des projets gouvernementaux et bancaires) et (ii) une croissance plus limitée (voire une décroissance) dans les géographies plus matures.

Il s'agit également d'un marché à la rentabilité élevée. Sur la période 2015-2022, la Société présente des niveaux de marge opérationnelle élevés (15% en moyenne sur la période 2015-2022) pour des capitaux employés réduits (rotation des capitaux employés comprise entre 2,5x et 3,0x). Ceci s'explique par une

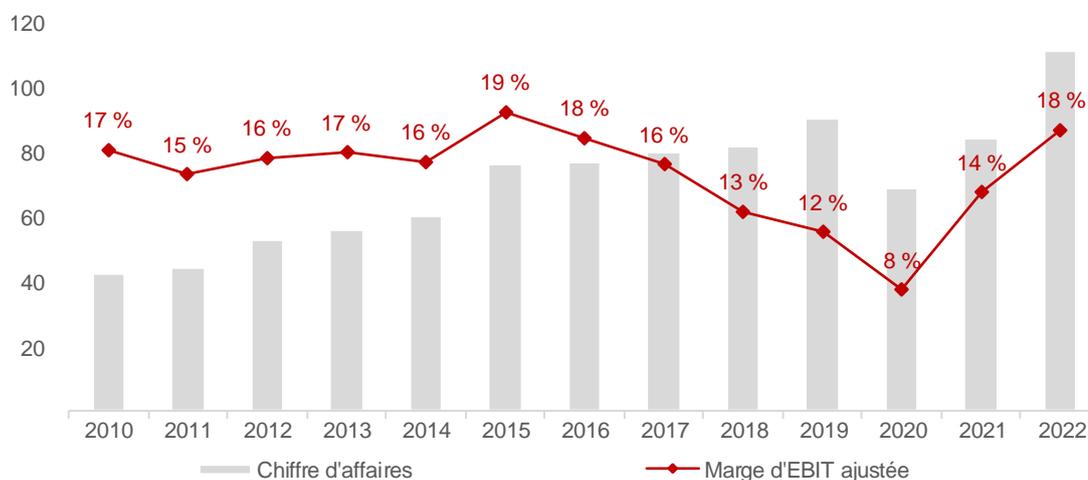
emprise industrielle limitée, la Société assurant essentiellement le moulage de coques plastiques et l'assemblage des imprimantes sur son site de Beaucouzé près d'Angers. Les composants-clés sont achetés auprès de fournisseurs japonais. Le besoin en fonds de roulement constitue ainsi la majeure partie des capitaux employés (pour l'essentiel des stocks de matières et de marchandises).

La rentabilité moyenne sur capitaux employés (ou ROCE pour *Return on Capital Employed*) ressort à environ 30% après impôts sur cette même période, soit une rentabilité très supérieure à celle exigée sur une telle activité (ou coût d'opportunité du capital estimé à 8,75% en section 4.3.3.). Ce supplément de rentabilité, aussi appelé « **Rente Economique** », peut s'expliquer par la position de *leader* établi de la Société et d'une intensité concurrentielle relativement limitée compte tenu :

- du nombre restreint d'acteurs,
- de l'existence de barrières à l'entrée tenant moins à la technologie elle-même qu'à (i) l'existence d'une base installée d'imprimantes conséquente ou encore (ii) au temps nécessaire à un nouvel entrant pour constituer un réseau de distributeurs, de partenaires intégrateurs et de fournisseurs pour les composants clés,
- d'une marque reconnue sur le marché,
- du pouvoir de négociation limité des clients finaux face aux distributeurs et revendeurs spécialisés, pour un équipement dont le coût reste relativement limité.



Figure 3 | Évolution du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle ajustée depuis 2010



Croissance du CA

| | | | | | | | | | | | | |
|---------|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|-----|------|-------|------|------|
| Publiée | 4 % | 20 % | 6 % | 7 % | 27 % | 0 % | 4 % | 2 % | 10 % | (24)% | 22 % | 32 % |
| TCC | | | | | 16 % | 0 % | 5 % | 6 % | 7 % | (22)% | 25 % | 25 % |

Source : Rapports annuels, TCC = à taux de change constant

La performance de la Société a toutefois connu des évolutions marquées.

- Sur la période 2015-2019, la rentabilité de la Société s'est fortement dégradée sous l'effet d'investissements importants en vue d'accélérer la croissance de la Société, se traduisant par une forte hausse de la masse salariale dans un contexte de marché qui s'est avéré moins dynamique que prévu.
- En 2020, la Société a fait face à une forte baisse d'activité (-22% à taux de change constant – tant sur les ventes d'imprimantes que les consommables) qui s'est traduite par une baisse du résultat opérationnel de 48%, malgré un effort de rationalisation de la base de coûts.
- Sur la période 2021-2022, la Société a connu un rebond important de son chiffre d'affaires (+25% par an à TCC) et de sa rentabilité sous l'effet de (i) la reprise générale de l'activité et (ii) d'une meilleure gestion des approvisionnements en composants que ses concurrents, qui lui a permis de gagner des parts de marché.

Le Groupe a donc bénéficié en 2022 de conditions très favorables qui lui ont permis de dégager une rentabilité exceptionnelle au regard de l'historique (51% contre 30% en moyenne sur la période 2015-2022).

La rentabilité élevée sur la période 2015-2022 a permis à la Société de dégager plus de 60 m€ de flux de trésorerie disponibles cumulé sur cette même période



(dont près de 50 m€³ ont été reversés sous forme de dividendes aux actionnaires de la Société).

2.1.3. ... qui doit à présent faire face à un risque d'évolution technologique et d'intensité concurrentielle accrue

Bien qu'*Evolis* ait enregistré de très bonnes performances sur les deux dernières années, la Société fait face à des risques importants.

A court terme, la Société est exposée à l'émergence récente d'acteurs chinois qui tentent de se développer en dehors de Chine à l'aide d'une politique de prix particulièrement agressive.

A plus long terme, la Société doit faire face à la digitalisation croissante de certains usages adressés par ses produits : paiement, identification, gestion d'accès, etc.

Cette tendance, permise par le développement des *smartphones* et encouragée par des considérations environnementales (réduction de l'usage du plastique), a d'ores et déjà commencé à affecter certains marchés. La menace présentée par la digitalisation peut prendre différentes formes :

- une digitalisation pure et simple de certains usages « non critiques » tels que celui des cartes de fidélité ou encore des cartes-cadeaux,
- un recours à des systèmes hybrides alliant une carte physique et un double numérique (phénomène appelé « *phygitalisation* ») pouvant affecter d'autres usages : émission de cartes bancaires, de badges d'accès entreprise, d'identification d'employés, etc.

Certains marchés ou usages restent toutefois relativement protégés, tels que :

- les cartes d'identité, de sécurité sociale, etc.,
- les cartes d'accès dans l'hôtellerie, dans les écoles,
- les cartes destinées aux clients de petite taille pour lesquels l'investissement dans une plateforme numérique sera difficile à rentabiliser ou non pertinent pour l'utilisateur final (exemple : le client ponctuel d'un hôtel indépendant n'aura pas intérêt à accéder à sa chambre à l'aide d'une application pour smartphone).

Cependant, à long terme, cette évolution se matérialisera très probablement par :

- la disparition de certains marchés et/ou la fin de l'utilisation des imprimantes,

³ Sur la période 2016-2023.

-
- le renforcement des acteurs ayant la compétence numérique (grands acteurs du numérique, partenaires intégrateurs, etc.) capable de proposer une solution intégrée à la différence des acteurs « physiques » tels qu'*Evolis*.

Il est dès lors probable que la Société connaîtra un ralentissement de sa croissance par rapport à la période historique. On peut également s'attendre à ce que la Rente Economique dégagée par la Société s'érode au profit de partenaires disposant de la compétence « numérique » ou en raison d'investissements technologiques et humains conséquents pour se doter de cette compétence.

Par ailleurs, ces évolutions se traduiront également par un poids relatif plus prononcé des pays émergents, qui présentent une sensibilité « prix » accrue (et par conséquent des niveaux de marges moins élevés) et potentiellement (ii) un risque plus élevé.

Tous ces impacts restent néanmoins difficiles à quantifier dans la mesure où (i) la Société n'est pas en mesure de mesurer son exposition aux différents secteurs d'activités / usages et (ii) l'ampleur et la rapidité des évolutions attendues sont difficilement prévisibles.

Dans ce contexte, après la performance exceptionnelle enregistrée en 2021 et 2022, le Plan d'Affaires du Management reflète un scénario de retour vers des niveaux de croissance et de rentabilité plus en ligne avec le passé récent :

- réduction de la croissance en 2023 pour atteindre 3,0% et 3,5% par an à compter sur la période 2024-2026, soit un niveau moitié moindre à celui observé sur la période 2015-2022,
- marge opérationnelle revenant vers des niveaux proches de ceux observés historiquement (14,0% attendu en 2026 contre 14,6% observé en moyenne sur la période 2015-2022), reflétant notamment une stabilité de la marge brute (59%) et la progression des charges de personnel et charges externes (après forte réduction lors la crise associée à la pandémie de Covid-19),
- investissements (hors R&D capitalisée) limités à 1,7% du chiffre d'affaires.

Le niveau de rentabilité sur capitaux employés (ou ROCE) attendu à l'horizon du Plan d'Affaires est proche de 38% et extériorise donc encore une Rente Economique de près de 30%, soit un niveau élevé à la fois dans l'absolu et par rapport à la performance historique de la Société.



2.2. Vie boursière

2.2.1. Structure de l'actionariat

Les actions de la Société ont été admises aux négociations sur le marché *Euronext Growth* Paris le 23 mars 2006, à un cours d'introduction de 11,55 €.

Le 18 juillet 2023, veille de l'annonce de l'Opération, la capitalisation boursière d'Evolis s'élevait à 171 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des *small caps*.

Le capital social de la Société est composé de 5 220 820 actions ordinaires, détenues, à la veille de l'Opération, à hauteur de 84,43% par *Cedys & Co* et de 14,03% par *Crédit Mutuel*. Le flottant représente 1,17% du capital et 0,59% des droits de vote, soit 61 192 actions.

Figure 4 | Structure du capital avant Opération

| Actionnaires | Nombre d'actions | % du capital | Droits de vote | % des droits de vote |
|-----------------|------------------|----------------|-------------------|----------------------|
| Cedys & Co | 4 407 707 | 84,43 % | 8 815 414 | 85,50 % |
| Crédit Mutuel | 732 652 | 14,03 % | 1 395 760 | 13,54 % |
| Emmanuel Picot | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Cécile Belanger | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Serge Olivier | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Didier Godard | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Yves Liatard | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Salariés | 5 243 | 0,10 % | 10 486 | 0,10 % |
| Autres | 14 031 | 0,27 % | 27 093 | 0,26 % |
| Flottant | 61 192 | 1,17 % | 61 192 | 0,59 % |
| Total | 5 220 830 | 100,0 % | 10 309 955 | 100,0 % |

Source : Evolis

A la date du présent rapport et après réalisation des Acquisitions de Blocs, le capital et les droits de vote de la Société seront répartis comme suit :

Figure 5 | Structure du capital après Opération

| Actionnaires | Nombre d'actions | % du capital | Droits de vote | % des droits de vote |
|-------------------------|------------------|----------------|------------------|----------------------|
| Cedys & Co | 4 407 707 | 84,43 % | 8 815 414 | 91,38 % |
| Initiateur | 732 652 | 14,03 % | 732 652 | 7,59 % |
| Total du concert | 5 140 359 | 98,46 % | 9 548 066 | 98,98 % |
| Emmanuel Picot | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Cécile Belanger | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Serge Olivier | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Didier Godard | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Yves Liatard | 1 | 0,00 % | 2 | 0,00 % |
| Salariés | 5 243 | 0,10 % | 10 486 | 0,11 % |
| Autres | 14 031 | 0,27 % | 27 093 | 0,28 % |
| Flottant | 61 192 | 1,17 % | 61 192 | 0,63 % |
| Total | 5 220 830 | 100,0 % | 9 646 847 | 100,0 % |

Source : Management

2.2.2. Liquidité du titre

Sur les douze derniers mois précédents, l'annonce de l'Opération, le total des volumes échangés s'établit à environ 36 460 actions représentant une valeur cumulée d'environ 1,1 m€.

Les volumes quotidiens échangés sont particulièrement faibles en valeur absolue avec environ 7,9 k€ par jour en moyenne. Par ailleurs, le titre n'a fait l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers depuis l'offre publique de 2019.

Figure 6 | Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

| | Cours de bourse moyen pondéré (en €) | Volume quotidien moyen | | | Volume cumulé | | | |
|-------------------------------|--------------------------------------|------------------------|----------------------------|-----------------|------------------|----------------------------|-----------------|------------------|
| | | Nombre de titres | Valeur titres échangés (€) | En % du capital | Nombre de titres | Valeur titres échangés (€) | En % du capital | En % du flottant |
| Cours spot au 18 juillet 2023 | 32,80 | - | - | - | - | - | - | - |
| Dernière semaine | 32,16 | 28 | 900 | 0,00 % | 140 | 4 502 | 0,0 % | 0,2 % |
| Dernier mois | 31,49 | 60 | 1 889 | 0,00 % | 1 260 | 39 674 | 0,0 % | 2,1 % |
| 3 derniers mois | 32,19 | 342 | 11 017 | 0,01 % | 15 400 | 495 758 | 0,3 % | 25,2 % |
| 6 derniers mois | 31,64 | 351 | 11 117 | 0,01 % | 27 050 | 855 974 | 0,5 % | 44,2 % |
| 12 derniers mois | 30,92 | 257 | 7 939 | 0,00 % | 36 460 | 1 127 404 | 0,7 % | 59,6 % |

Sources : Capital IQ, analyses Accuracy

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours de clôture pondérés par les volumes

La part très restreinte du flottant et le faible volume d'échange des actions *Evolis* caractérisent une liquidité du marché du titre très limitée.

2.2.3. Évolution historique du cours de bourse

Évolution depuis 2018

La **Figure 7** présente l'évolution du cours de bourse d'*Evolis* depuis janvier 2018.

Le cours de l'action *Evolis* a connu une forte baisse sur l'année 2018. Le cours est ainsi passé de 44,7 € au 2 janvier à 19,25 € par action le 21 décembre 2018, son plus bas niveau de l'année. Cette baisse s'est essentiellement matérialisée à compter de fin juillet 2018, après l'annonce du chiffre d'affaires du premier semestre 2018 et de perspectives de croissance revues en baisse pour l'année (de +8% à +6%). Le cours a ainsi perdu près de 30% de sa valeur dans les deux semaines qui ont suivi l'annonce.

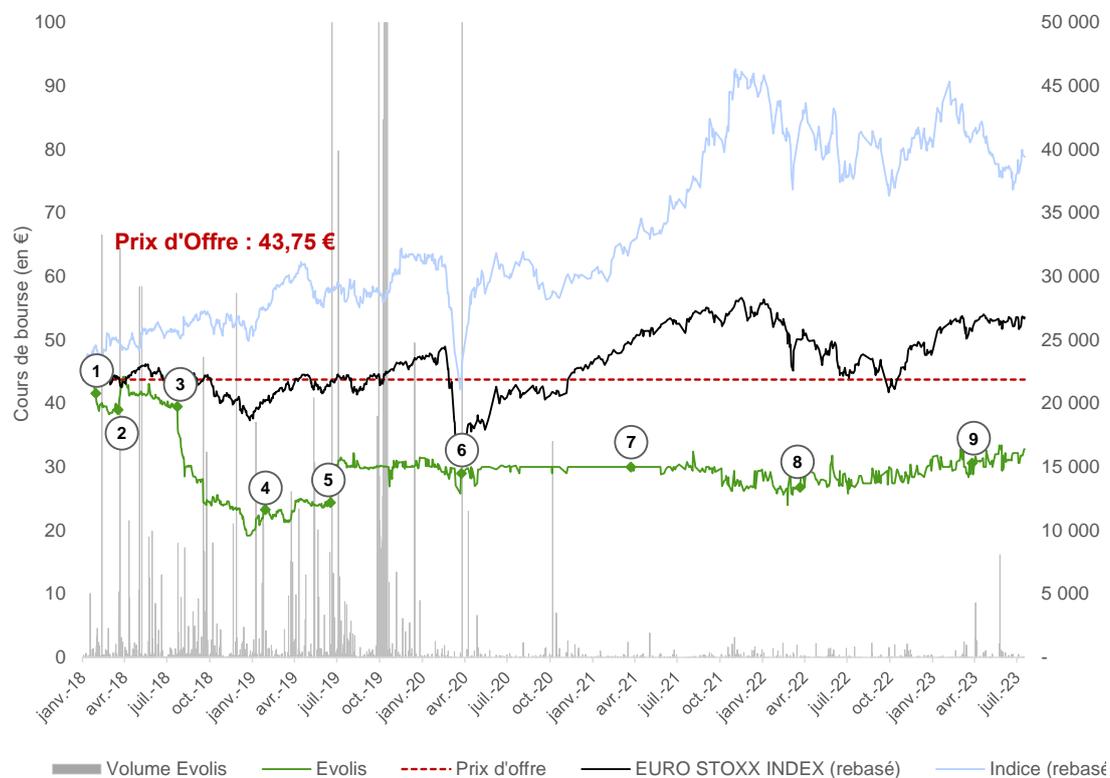
Les publications de résultats suivantes ont fait état d'une amélioration des performances et des perspectives, cependant le décalage d'un an de l'objectif de 100 m€ de chiffre d'affaires annoncé fin janvier 2019, a limité le rebond du titre.

Le 20 juin 2019, la Société a annoncé un projet d'OPA initié par *Cedys & Co*, à un prix de 30 € par action induisant une prime de 23% par rapport au cours de clôture du 18 juin 2019. A la suite de cette offre, ouverte du 27 septembre au 18 octobre 2019, la participation détenue par *Cedys & Co* est passée de 62,40% du capital et 58,15% des droits de vote à 80,66% du capital et 75,17% des droits de vote.

Depuis lors, le volume d'échange est fortement réduit et le cours de l'action *Evolis* apparaît déconnecté du flux d'information relatif à la Société. Ainsi, en dépit de la crise boursière associée à la pandémie de Covid-19, puis des très bonnes performances des exercices 2021 et 2022, le cours de bourse affiche une relative stabilité, oscillant entre 25 € et 33 € par action, soit un niveau proche du prix d'offre proposé en juin 2019.



Figure 7 | Évolution du cours de bourse depuis janvier 2018



Source : Capital IQ

Note * : Indice de sociétés comparables composé des sociétés suivantes : Zebra Technologies, IDP Corp., Mühlbauer Holding et Matica Fintech



Légende du graphique

- (1) 30 janvier 2018 : Annonce du chiffre d'affaires annuel 2017 : CA 2017 à 80 m€ (+4,0%) et CA Q4 2017 à 20,4 m€ (-1,4%). Annonce de réorganisation de plusieurs filiales et changement de gouvernance avec la nomination de Christian Lefort au poste de directeur général. Objectif de CA de 100 m€ à horizon 2020.
- (2) 19 mars 2018 : Publication des résultats annuels 2017 : résultat opérationnel en baisse à 12,7 m€ (-6,6%), soit 15,9% du chiffre d'affaires (contre 17,7% en 2018). Objectif de croissance du chiffre d'affaires de +8% en 2018.
- (3) 24 juillet 2018 : Annonce du chiffre d'affaires du premier semestre 2018 : CA S1 2018 en baisse à 38,0 m€ (-0,7% à change constant et -6,4% à change courant). Révision à la baisse de l'objectif de croissance du CA 2018 à +6% et maintien de l'objectif de CA de 100 m€ à horizon 2020.
- (4) 29 janvier 2019 : Annonce du chiffre d'affaires annuel 2018 : CA 2018 à 82,0 m€ (+5,9% à change constant et +2,5% à change courant. Décalage de l'objectif de CA de 100 m€ à 2021.
- (5) 20 juin 2019 : Annonce du projet d'OPA initié par les actionnaires fondateurs au prix de 30 € par action.
- (6) 26 mars 2020 : Publication des résultats annuels 2019 : CA 2019 à 90,4 M€, en hausse de 10,4 % (+7,2 % à taux de change constant) porté par des effets de change favorables et une activité Projets dynamique.
- (7) 25 mars 2021 : Publication des résultats annuels 2020 : CA 2020 à 69,2 M€, en très forte baisse de 23,5 %, après que toutes les activités aient été affectées par la pandémie de Covid 19.
- (8) 24 mars 2022 : Publication des résultats annuels 2021 : CA 2021 à 84,4 M€ en hausse de 22,1 % (+24,5 % à taux de change constant), porté par une activité Réseaux dynamique. La bonne performance constatée au 1er semestre 2021 s'est confirmée au 2nd semestre (+ 28,7%) ;
- (9) 31 mars 2023 : Publication des résultats annuels 2022 : CA 2022 à 111,7 M€ en hausse de 32,3% (+24,8% à taux de change constant). La marge nette du groupe ressort à 13.8% en hausse de 2,2 points par rapport à 2021.

Évolution du cours depuis l'annonce de l'Opération

Depuis l'annonce de l'Opération, le cours de bourse s'est établi entre 42,80 € et 43,40 €, sans jamais dépasser le Prix d'Offre de 43,75 €.

2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

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

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Opération), nous considérons que la très faible liquidité observée sur le titre *Evolis* au cours des douze derniers mois, la faible part du flottant de la Société et l'apparente déconnexion du cours de bourse avec le flux d'information relatif à la Société interdisent l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, telle qu'elle sera définie plus loin dans ce rapport.

S'agissant de la méthode DCF, en raison des risques qui pèsent à moyen/long terme sur la croissance de la Société et sa rentabilité, il semble pertinent de retenir une période d'extrapolation au-delà de l'horizon des prévisions établies par le Management (2026).



De plus, au terme de cette période d'extrapolation, il nous paraît justifié de tenir compte de ces risques dans l'estimation du flux normatif de l'activité au travers :

- d'un abattement du chiffre d'affaires, considérant qu'une fraction de l'activité de la Société sera amenée à disparaître en raison de la digitalisation des usages,
- d'une réduction de la Rente Economique, considérant que, dans un contexte de digitalisation et de concurrence internationale accrue, les niveaux de rentabilité prévus au terme du Plan d'Affaires ne pourront être maintenus de manière pérenne.

Enfin, la Société tire une part significative de son chiffre d'affaires de pays émergents qui présentent individuellement un niveau de risque *a priori* plus élevé que celui d'économies plus matures. Ce risque additionnel, appelé aussi « risque pays » recouvre des réalités très diverses (politiques, économiques et géographiques). Il convient donc de s'interroger sur les modalités de prise en compte de ce risque dans l'évaluation.

- S'agissant de la fraction non diversifiable du risque pays, celle-ci est déjà incluse dans la prime de risque de marché utilisée pour estimer la rentabilité exigée sur l'activité (ou coût d'opportunité du capital).
- S'agissant de la fraction diversifiable du risque pays, nous considérons que celle-ci est correctement intégrée dans les flux de trésorerie prévisionnels de la Société. En effet, la Société, présente dans 140 pays, est donc géographiquement bien diversifiée. De plus son activité apparaît peu exposée aux réalités que recouvrent le risque pays : (i) l'implantation locale de la Société est limitée, (ii) les produits vendus sont des biens d'équipement peu onéreux dont la demande est *a priori* moins sensible à ce type de risque. Enfin, l'abattement de la Rente Economique considérée en année normative intègre également l'augmentation du poids relatif de ces pays dans le chiffre d'affaires de la Société à moyen terme. Par conséquent, nous ne jugeons pas nécessaire d'ajouter une prime de risque pays à la rentabilité exigée sur l'activité (ou coût du capital), tel qu'estimée section 4.3.3.

En ce qui concerne la méthode des comparaisons boursières, le positionnement de la Société sur une niche de marché très spécifique ne permet pas de constituer d'échantillon de sociétés cotées comparables pertinent. Ainsi, l'échantillon de sociétés comparables comprendra des sociétés de taille bien plus importante et dont les activités sont plus diversifiées. Dès lors, cette méthode ne pourra être appliquée de manière satisfaisante.

La méthode des transactions comparables se heurte à la difficulté d'identifier des transactions récentes ayant impliqué des acteurs similaires à *Evolis* et pour lesquelles l'information a été rendue publique. Pour les mêmes raisons que celles

évoquées plus haut, la méthode ne peut fournir de bases solides pour estimer la Valeur Intrinsèque des actions de la Société. Les conclusions de cette méthode, présentées à titre indicatif, devront être appréciées avec prudence.



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

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

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

3.1.1. Description de l'Offre

L'Offre est l'aboutissement d'un processus de cession initié par les fondateurs et dirigeants de la Société de leur participation détenue indirectement dans le capital de la Société.

Le 19 juillet 2023, *Evolis* a annoncé l'entrée en négociations exclusives d'*HID* avec les actionnaires de *Cedys & Co*, actionnaire majoritaire de la Société à hauteur 84,43%, en vue de la cession de leur participation dans *Cedys & Co*. Dans le même temps, *HID* a conclu un contrat en vue du rachat de la participation de 14,03% détenue par Crédit Mutuel dans *Evolis*, conditionné à la réalisation de l'acquisition du Bloc Majoritaire. La réalisation conjointe de ces deux opérations interviendra le 19 septembre 2023.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Evolis*, l'Initiateur est tenu de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le solde du capital de la Société au prix de 43,75 € par action. Il envisage également de demander ensuite le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre.

3.1.2. Effets attendus du rapprochement avec *HID*

L'Initiateur est une filiale à 100% de la société suédoise *Assa Abloy*, spécialiste des solutions de sécurité et de contrôle d'accès, cotée à la bourse de Stockholm. Au sein du groupe, *HID Global* conçoit des systèmes d'identification et de contrôle d'accès et possède notamment une activité de fabrication des systèmes d'impression de cartes plastiques héritée de l'acquisition de *Fargo Electronics* en 2006.

Les deux groupes présentent une complémentarité technologique évidente dans la mesure où ils sont chacun *leaders* de leur technologie d'impression respective

(*Evolis* leader de la technologie *Direct-to-Card* et *HID Global* de la technologie *Retransfer*).

Ils présentent par ailleurs des similitudes importantes en termes de distribution. Les deux groupes disposent d'une marque reconnue et d'une présence géographique diversifiée. Ils ont tous deux recours à un réseau de partenaires, d'intégrateurs et de distributeurs, qui, dans de nombreux cas, distribuent déjà les produits des deux groupes.

Evolis a la particularité d'avoir internalisé une partie de la production de ses imprimantes (plasturgie et assemblage), ce qui lui a permis – avec une politique d'approvisionnement en composants judicieuse – de mieux négocier la reprise de l'activité post Covid-19. Le rapprochement pourrait offrir certaines possibilités logistiques à *HID Global* avec un site de production en France.

Il ressort de cette analyse, et de nos discussions avec l'Initiateur, que les synergies pouvant être tirées directement du rapprochement des deux groupes sont limitées. En effet :

- Les deux groupes ont vocation à être exploités de manière indépendante et leurs marques conservées, ce qui limite *a priori* les synergies de coûts à certaines optimisations de coûts (coûts logistiques par exemple)⁴.
- Les sociétés étant positionnées sur des technologies différentes, elles n'ont pas forcément recours aux mêmes fournisseurs de composants, si bien que l'Initiateur n'attend pas d'économies d'échelle significatives sur leurs coûts d'approvisionnement.
- Le marché des systèmes d'impression de cartes plastique étant relativement mature, le rapprochement des deux groupes n'aura *a priori* pas d'effet positif sur la demande et l'offre de systèmes d'impression. Au contraire, il pourrait avoir un effet négatif dans les cas où *Evolis* et *HID Global* ont recours aux mêmes distributeurs / intégrateurs, ces derniers tenant à maintenir une certaine diversité de fournisseurs.

Il apparaît ainsi que le rapprochement des deux groupes obéit à une stratégie défensive visant à protéger leur activité et leur Rente Economique dans un environnement incertain à moyen terme, leur permettant ainsi :

- de mieux négocier les évolutions technologiques à venir en mutualisant potentiellement certains investissements d'ordre technologique dans le contexte d'une dématérialisation progressive des cartes plastiques,
- d'améliorer le pouvoir de négociation des deux groupes vis-à-vis (i) de leurs partenaires, intégrateurs et distributeurs qui, eux-mêmes,

⁴ Sur la base de l'estimation d'économies de coûts réalisée par l'Initiateur et du coût d'opportunité du capital de 8,75% estimé en section 4.3.2, la valeur actuelle des économies de coûts ressort à près de 10 m€ (soit près de 2,0 € par action). Dans un marché concurrentiel, cette estimation reflète la disparition à un horizon de 10 ans des dites économies.

connaissent un mouvement de consolidation et (ii) des acteurs du numérique susceptibles d'intégrer une brique « physique » à leur offre de produits.

3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectif du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître deux caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre :

- (i) obligatoire, qui intervient à la suite des Acquisitions de Blocs par l'Initiateur,
- et (ii) qui se conclura nécessairement par l'expropriation des Actionnaires Minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre dans la mesure où, en application des articles 237-1 et suivants du règlement général, les conditions de mise en œuvre d'un retrait obligatoire sont d'ores et déjà remplies, l'Initiateur détenant 98,46% du capital à la date du dépôt de l'Offre.

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

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

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

L'Initiateur a annoncé le 19 juillet 2023 de la signature :

- de la promesse unilatérale d'achat avec les actionnaires de *Cedys & Co*,
- du contrat d'achat d'action avec *Crédit Mutuel Equity* et *Crédit Mutuel Innovation* conclu le 18 juillet 2023,

À la suite des Acquisitions de Blocs, le Concert détiendra, directement et indirectement 98,46% du capital d'*Evolis*. L'Initiateur a par ailleurs conclu avec les bénéficiaires d'actions gratuites incessibles à la date de l'Opération un accord garantissant la liquidité de leurs actions *Evolis*.

Dans une lettre d'affirmation, le Management nous a confirmé que, à sa connaissance, il n'existait pas d'autres accords avec les différentes parties

prenantes à l'Offre et susceptibles d'influer sur les conditions financières de l'Offre.

Nous nous sommes notamment assurés que la description qui nous a été communiquée des nouveaux accords concernant la rémunération des dirigeants actuels et leurs conditions d'exercice de leurs fonctions *post closing* étaient en ligne avec leurs rémunérations passées et correspondaient aux pratiques de marché.

Modalités de calcul du prix des actions Cedys & Co

Le contrat d'achat d'action conclu entre les actionnaires de *Cedys & Co* et *HID* prévoit que le prix de cession des actions *Cedys & Co* s'établit à 17,62 € par action. Nous nous sommes assurés que ce prix correspondait bien par transparence au Prix d'Offre proposé aux actionnaires d'*Evolis*.

Mécanisme de liquidité relatif aux actions gratuites

Le Conseil d'administration d'*Evolis* a procédé à l'attribution successive d'actions gratuites :

- En date du 20 décembre 2022, 3 217 actions gratuites à M. Eirik Bakke. Ces dernières seront définitivement attribuées le 20 décembre 2023 et devront être conservées jusqu'au 20 décembre 2024.
- En date du 18 avril 2023, 325 actions gratuites à M. Xavier Ballarin. Ces dernières seront définitivement attribuées le 18 avril 2024 et devront être conservées jusqu'au 18 avril 2025.

Ces attributions sont conditionnées au maintien de la qualité de salarié des titulaires au sein de la Société et de la souscription au capital de *Cedys & Co*.

Ces actions gratuites ne pouvant pas être apportées à l'Offre, l'Initiateur et les bénéficiaires d'actions gratuites ont conclu un engagement de liquidité afin de permettre aux détenteurs d'actions gratuites de bénéficier d'une liquidité en numéraire.

Cet engagement repose sur des promesses d'achat et de vente croisées dont les périodes d'exercice, d'une durée de 30 jours, débuteront à l'expiration de la période de conservation.

Les promesses d'achat et de vente conclues entre l'Initiateur et les bénéficiaires d'actions gratuites prévoient que le prix de cession des actions gratuites corresponde au Prix d'Offre diminué des éventuelles distributions de dividende perçues par les bénéficiaires des actions gratuites et intervenues entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date d'exercice des options.

Par conséquent, le mécanisme de liquidité offert, qui se traduit par le rachat des actions gratuites au Prix d'Offre, ne confère pas selon nous d'avantage particulier aux détenteurs desdites actions.

3.3.2. Caractère équitable du Prix d'Offre dans le seul cadre de la présente Offre

Comme indiqué précédemment, l'Offre fait suite aux Acquisitions de Blocs par l'Initiateur représentant, directement et indirectement, 98,5 % du capital et des droits de vote, au prix de 43,75 € par action.

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

Sur cette base, nous pouvons d'ores et déjà conclure que, dans le seul cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, le Prix d'Offre de 43,75 € par action est équitable pour les Actionnaires Minoritaires, puisque :

- il est égal au prix unitaire implicite des actions *Evolis* retenu pour le calcul du prix unitaire reçu par les actionnaires de *Cedys & Co* pour la cession de leurs actions *Cedys & Co*,
- il est égal au prix unitaire reçu par *Crédit Mutuel Equity* pour la cession de ses actions *Evolis*,
- le prix de rachat convenu avec les porteurs d'actions gratuites correspondra au Prix d'Offre diminué des éventuelles distributions de dividende perçues par les bénéficiaires des actions gratuites et intervenues entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date d'exercice des options.

3.3.3. Caractère équitable du Prix d'Offre dans le contexte du retrait obligatoire

Comme mentionné précédemment, le Prix d'Offre est aussi un prix d'indemnisation dans le contexte du retrait obligatoire qui interviendra, à la demande de l'Initiateur, à l'issue de l'Offre.

L'équité du Prix d'Offre doit donc être aussi appréciée au regard des deux considérations suivantes :

-
- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le management en place (la « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).
 - (ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer la valeur du contrôle de la Société, ce qui signifie que ce prix intègre non seulement une prime de contrôle (appréhendée à travers la quote-part des synergies octroyée par l'acquéreur aux actionnaires de la société cible répondant favorablement à l'offre), mais également le supplément de valeur susceptible de résulter de la réalisation de scénarios alternatifs non envisagés dans le contexte de l'Offre (notamment cession ultérieure du contrôle de la Société à d'autres acteurs du secteur).

S'agissant de la seconde considération, les synergies attendues du rapprochement de la Société avec l'Initiateur sont limitées comme expliqué en section 3.1 (peu de synergies de coûts et de revenus), car l'Opération obéit plus à une logique défensive visant au maintien de la performance des deux groupes dans un contexte de concurrence accrue et d'évolution technologique. De plus, l'Initiateur nous a confirmé qu'il n'avait pas vocation à céder le contrôle de la Société dans un avenir proche.

Dans le cas présent, le Prix d'Offre pourra ainsi être considéré comme équitable dans la perspective d'un retrait obligatoire dès lors qu'il fait ressortir une prime (et *a fortiori* une prime significative) par rapport aux estimations issues de l'évaluation multicritères mise en œuvre pour estimer la Valeur Intrinsèque.

La section 4 du présent rapport présente une estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Evolis*, conformément aux prescriptions de la réglementation boursière en pareilles circonstances.

4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des actions Evolis

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

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

4.1.1. Actif net comptable consolidé

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

Au 30 juin 2023, l'actif net comptable part du groupe de la Société s'établissait à 75,2 m€, soit 14,4 € par action⁵.

4.1.2. Cours de bourse

Le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée sous réserve de l'efficience du marché du titre.

Comme indiqué précédemment, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Evolis* ne nous semblent pas réunies. La Société, de taille modeste, n'est pas suivie par les analystes financiers. De plus, les volumes échangés sont particulièrement faibles (rotation du flottant de 59,6% et rotation du capital de 0,7% sur les 12 derniers mois précédents l'annonce de l'Offre). Au total, l'évolution du cours de bourse semble déconnectée du flux d'information relatif à la Société.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne constitue pas une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

A titre informatif, le Prix d'Offre fait ressortir des primes respectives de 38,9%, 35,9%, 38,3% et 41,5% par rapport au cours de clôture moyen pondéré par les

⁵ Sur la base d'un nombre total d'actions de 5 220 820.

volumes sur la période d'un mois, trois mois, six mois et douze mois précédant l'annonce de l'Opération.

Figure 8 | Primes extériorisées par le Prix d'Offre

| | Cours de bourse moyen pondéré (en €) | Pirme induite par le Prix d'Offre |
|--------------------------|--|--------------------------------------|
| Cours spot au 18/07/2023 | 32,80 | 33,4% |
| Dernière semaine | 32,16 | 36,0% |
| Dernier mois | 31,49 | 38,9% |
| 3 derniers mois | 32,19 | 35,9% |
| 6 derniers mois | 31,64 | 38,3% |
| 12 derniers mois | 30,92 | 41,5% |
| Minimum 1 an (spot) | 26,80 | 63,2% |
| Maximum 1 an (spot) | 33,40 | 31,0% |

Source : CapitalIQ au 18 juillet 2023

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

4.1.3. Transactions récentes sur le capital

Aucune transaction significative n'est intervenue sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois, autre que l'Opération envisagée.

Le prix d'Offre de 43,75 € par action *Evolis* est identique au prix payé par l'Initiateur pour les Acquisitions de Blocs.

De plus, en leur qualité de cofondateurs d'*Evolis*, les actionnaires de *Cedys & Co* ont une connaissance approfondie du secteur et se trouvaient en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par *HID*.

Nous considérons donc que le prix payé pour les Acquisitions de Blocs constitue une référence d'évaluation pertinente pour l'analyse du Prix d'Offre.

La dernière transaction significative intervenue sur le capital de la société est relative à l'offre publique d'achat simplifiée initiée par *Cedys & Co* sur les actions *Evolis* en juin 2019. A cette date, le prix offert par *Cedys & Co* dans le cadre de l'offre s'établissait à 30,00 € par action *Evolis*. *Cedys & Co* détenait 62,4% du capital préalablement au lancement de l'offre et 80,7% du capital à l'issue de l'offre.

Nous considérons cependant que cette référence est trop ancienne pour constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque.

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

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

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

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

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités d'*Evolis* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir (i) la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), (ii) la méthode des comparaisons boursières et (iii) la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (section 4.4 et 0), les deux dernières méthodes, qui relèvent de l'approche analogique de l'évaluation, ne permettent pas d'obtenir des résultats suffisamment pertinents pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires élaboré par le Management. Ce Plan d'Affaires couvre la période 2023-2026.

Avant d'exposer les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque de l'action *Evolis*, à savoir (i) les modalités d'estimation de l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation

courante (section 4.2.2) et (ii) la détermination du nombre d'actions de la Société (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

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

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur les derniers bilans d'*Evolis* disponibles à la date des présentes, à savoir les comptes annuels au 31 décembre 2022 et les comptes semestriels au 30 juin 2023.

Par commodité, la date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux dans le cadre de la méthode DCF est le 30 juin 2023.

4.2.2.1. Trésorerie nette au 30 juin 2023 avant application de la norme IFRS 16

La trésorerie et équivalents de trésorerie d'*Evolis* au 30 juin 2023 s'élève à 24,3 m€. Elle est constituée de valeurs mobilières de placement, de titres de créances, de trésorerie placée en banque et de la caisse.

Avant application de la norme IFRS 16, *Evolis* ne présente aucun endettement financier au 30 juin 2023.

4.2.2.2. Provisions pour risques courants et non courants

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

La Société affiche ainsi un montant de provisions pour risque de 1,1 m€ au 30 juin 2023. Cette provision, non prise en compte par le Management dans les flux du Plan d'Affaires, correspond principalement à un litige douanier avec l'administration indienne.

4.2.2.3. Provisions pour indemnités de fin de carrière

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

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

Evolis comptabilise ainsi une provision de 0,3 m€ au titre des indemnités de fin de carrière.

4.2.2.4. Impôts différés actif sur provisions

Par ailleurs, les provisions pour risques courants et indemnités de fin de carrière sont intégrées nettes des impôts différés actif associés. Nous considérons un taux d'impôt de 30,0 % pour la provision relative au litige douanier en Inde de 25,8 % pour la provision relative aux indemnités de fin de carrière, correspondant respectivement au taux d'imposition sur les sociétés en vigueur en 2023 pour les sociétés indiennes et françaises. Au total, nous comptabilisons un montant d'impôts différés actif de 0,4 m€.

4.2.2.5. Autres passifs financiers

La Société enregistre un montant d'autres passifs financiers de 0,1 m€ au 30 juin 2023 correspondant à des pertes latentes sur des couvertures de change.

4.2.2.6. Autres actifs financiers

Au 30 juin 2023, la Société ne présente pas d'actif financier significatif. Notamment, le compte courant dû au 31 décembre 2022 par *Cedys & Co* a été entièrement remboursé.

4.2.2.7. Intérêts minoritaires

Evolis détient une participation majoritaire de 84 % dans la société *Cardpresso*, société acquise en 2014 et développant des logiciels pour l'impression de cartes.

La valeur d'entreprise de cette société a été estimée en appliquant à son EBIT 2022 la fourchette de multiples d'EBIT induits par l'évaluation d'*Evolis* par la méthode DCF dans les deux scénarios considérés (cf. section 4.3.4). Après prise en compte de la trésorerie nette de l'entité, la valeur des capitaux propres s'établit entre 4,5 m€ et 4,9 m€ au 30 juin 2023.

Sur cette base, la valeur des intérêts minoritaires est estimée entre 0,7 m€ et 0,8 m€ au 30 juin 2023.

4.2.2.8. Synthèse

La **Figure 9** présente une synthèse des éléments retenus pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Figure 9 | Trésorerie nette et autres passifs/actifs hors exploitation au 30 juin 2023

| en m€ | Scénario | Scénario |
|--|-------------|-------------|
| | Bas | Haut |
| Trésorerie nette au 30/06/2023 | 24,3 | 24,3 |
| Autres passifs financiers | (0,1) | (0,1) |
| Provisions pour risques courants et non courants | (1,1) | (1,1) |
| Provisions pour indemnités de fin de carrière | (0,3) | (0,3) |
| Impôts différés sur provisions | 0,4 | 0,4 |
| Valeur de marché des intérêts minoritaires | (0,7) | (0,8) |
| Trésorerie nette et autres actifs/(passifs) hors exploitation au 30 juin 2023 | 22,5 | 22,5 |

Sources : Management, analyse Accuracy

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

A la date de l'Opération, le capital d'*Evolis* est composé de 5 220 820 actions. En outre, le Conseil d'administration d'*Evolis* a attribué un total de 3 542 actions gratuites⁶ non acquises accordées en 2022 aux dirigeants de la Société.

Il n'existe aucun autre instrument donnant accès au capital ni aucune action détenue en propre par la Société ou autodétenue dans le cadre d'un contrat de liquidité.

Le nombre d'actions total intégrant également la dilution potentielle liée aux plans d'actions gratuites s'établit donc à 5 224 362.

⁶ Composées de :

- 3 217 actions gratuites à M. Eirik Bakke qui seront définitivement attribuées au 20 décembre 2023 et devront être conservées jusqu'au 20 décembre 2024,
- 325 actions gratuites qui seront définitivement attribuées le 18 avril 2024 et devront être conservées jusqu'au 18 avril 2025.

Ces attributions sont conditionnées au maintien de la qualité de salarié des titulaires au sein de la Société et de la souscription au capital de *Cedys & Co.*

4.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Plan d’Affaires

L’estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2023-2026 s’est appuyée sur les données du Plan d’Affaires qui reflète un scénario de retour vers des niveaux de croissance et de rentabilité plus en ligne avec le passé récent, après la performance exceptionnelle enregistrée en 2022.

Les hypothèses structurantes du Plan d’Affaires sont les suivantes :

- après un ralentissement en 2023, stabilisation de la croissance du chiffre d’affaires entre 3,0% et 3,5% par an à compter de 2024, expliquée par de nouveaux marchés dans les pays émergents et par le lancement de la technologie *retransfer* compensant une décroissance dans certains marchés matures,
- une marge opérationnelle revenant vers des niveaux proches de ceux observés sur un passé récent (14,0% attendu en 2026 contre 14,6% observé en moyenne sur la période 2015-2022) qui reflète notamment une stabilité de la marge brute (59%) et un retour à la normale des charges de personnel et charges externes (après une forte réduction lors la crise associée à la pandémie de Covid-19).

Le niveau de rentabilité sur capitaux employés (ou ROCE) attendu à l’horizon du Plan d’Affaires est proche de 38% et extériorise donc une Rente Economique importante de près de 30%.

Les autres composantes des flux de trésorerie prévisionnels ont été estimées, soit par la Société, soit par nos soins après échange avec le management d’*Evolis*, de la façon suivante :

- Le besoin en fonds de roulement (ci-après « **BFR** ») est estimé à 90 jours de chiffre d’affaires sur toute la période du Plan d’Affaires.
- Les investissements, élevés en 2023, baissent en 2024 et se stabilisent autour de 1,7 % du chiffre d’affaires jusqu’en 2026.
- Le taux d’imposition (avant capitalisation R&D) oscille autour de 22% et atteint 22,2 % en 2026.
- Le montant du crédit impôt recherche (« **CIR** ») représente 30,0 % des frais de R&D capitalisées sur toute la durée du Plan d’Affaires.

Période d’extrapolation (2027-2031)

Au-delà de l’horizon du Plan d’Affaires, nous avons considéré une période d’extrapolation de quatre ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à

huit ans. Le choix de la durée de cette période d'extrapolation se justifie par la volonté d'intégrer des incertitudes liées à la digitalisation croissante du marché (cf. section 2.1). Par ailleurs, le Plan d'Affaires fourni par le Management fait ressortir une rentabilité des capitaux employés à l'horizon du Plan d'Affaires qui ne nous semble pas pérenne sur le long terme compte tenu de ces incertitudes.

Selon nous, les deux principales incertitudes qui ne sont pas prises en compte dans le Plan d'Affaires concernent :

- un risque de disparition de certains marchés dans un contexte de dématérialisation des supports physiques et de perte de parts de marché liée à l'émergence de concurrents asiatiques,
- une érosion de la rentabilité des capitaux employés à long terme sous l'effet conjugué (i) d'un contexte de concurrence accrue pouvant tirer les prix et/ou les volumes à la baisse, (ii) d'une tension croissante sur les recrutements et les niveaux de salaires afin de soutenir la croissance (notamment augmentation des coûts de R&D pour faire face à la hausse de la dématérialisation) et (iii) d'un transfert de valeur pouvant s'opérer au détriment d'acteurs « physiques » tels qu'*Evolis* et au profit d'acteurs intégrés à même de commercialiser une offre de solutions hybrides « physiques » et « numériques ».

Afin de retranscrire ces incertitudes, nous avons modélisé deux scénarios de développement ayant des incidences, détaillées ci-après, sur la période d'extrapolation et le flux normatif.

Dans ces deux scénarios, nous avons intégré un abattement du volume d'activité d'*Evolis* sous la forme d'une décote du chiffre d'affaires atteignant progressivement 10% en 2030. Cette décote limitée reflète que certains marchés ont déjà été partiellement affectés par la digitalisation et que certains autres apparaissent relativement protégés.

Cette décote de 10% est appliquée de manière progressive sur la période 2027-2030⁷ à une base de chiffre d'affaires théorique dont la croissance a été linéairement ramenée à 2,25% en fin de période d'extrapolation. Au total, le chiffre d'affaires décroît très légèrement sur la période d'extrapolation.

Dans le premier scénario (ci-après le « **Scénario Haut** »), nous considérons à l'horizon 2031 une rentabilité sur capitaux employés de 30%, en ligne avec la moyenne historique. Dans le second scénario (ci-après le « **Scénario Bas** »), nous retenons une rentabilité sur capitaux employés inférieure de cinq points (soit 25%), afin de prendre en compte les risques qui pèsent sur la rentabilité de la Société et son développement dans les pays émergents qui dégagent historiquement une marge opérationnelle moindre et plus risquée. Ce niveau de

⁷ 2,5% en 2027, 5,0% en 2028, 7,5% en 2029 et 10% en 2030

rentabilité intègre une Rente Economique de près de 15% qui correspond à la conservation de près de 60% de la Rente Economique prévue à l'horizon du Plan d'Affaires.

Les autres hypothèses sur la période d'extrapolation dans les deux scénarios peuvent être résumées ainsi :

- les investissements nécessaires non seulement à la maintenance, mais aussi au renouvellement de l'outil industriel représentent 2,5 % du chiffre d'affaires,
- le BFR est maintenu à 90 jours de chiffre d'affaires,
- le taux d'imposition (avant CIR) est maintenu sur toute la période au niveau prévu par le Plan d'Affaires (soit 22%),
- le CIR disparaît sur la période d'extrapolation.

Les autres hypothèses retenues pour la période d'extrapolation sont en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires.

4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2031) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Comme discuté plus haut, nous avons considéré dans les deux scénarios une dégradation plus ou moins importante de la rentabilité, puis son maintien sur une durée perpétuelle pour le calcul de la valeur terminale.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 2,25%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la Zone Euro et est cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. section 4.3.3).

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

4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

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

dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

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

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

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

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

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F)

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

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque Centrale Européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0 %), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement dans les pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre

une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed, suivie par la BCE, a eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation.

Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable sur le long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans un tel contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

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

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévu. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendement actuariels des obligations d'État se sont fortement appréciés depuis le début de l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne historique après près d'une décennie de taux d'intérêt anormalement bas.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêt et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'État à 10 ans de la zone euro demeurent proches de zéro, nous maintenons notre préconisation de recourir à une approche normative.

L'approche normative préconisée consiste ainsi à estimer, d'une part, le taux d'intérêt réel et, d'autre part, un taux d'inflation attendu à long terme cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0 %, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2022 par

*Dimson, Marsh et Staunton*⁸ au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,1 %) et aux États-Unis (0,5 %). Ces quelques références excluent volontairement les pays européens (Allemagne, France et Italie notamment) où le taux de rentabilité moyen est négatif, l'évolution du taux d'inflation sur la période considérée ayant parfois réservé de bien mauvaises surprises aux épargnants.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions dépassé l'objectif de 2,0%⁹ fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

Nous considérons cependant que ces facteurs pourraient être remis en cause et que l'inflation anticipée à moyen long terme pourrait être plus élevée que par le passé. En effet, la mondialisation pourrait connaître une phase de reflux, sous l'effet d'un phénomène de relocalisation de la production, dicté par des considérations de souveraineté économique et/ou géopolitique ou encore des impératifs environnementaux. De plus, les évolutions démographiques et sociétales pourraient introduire un nouveau rapport de force sur le marché du travail se traduisant par une plus forte progression des salaires qu'auparavant. Pour ces deux raisons, nous considérons que l'objectif de 2,0%¹⁰ fixé par la BCE est désormais conservateur et retenons un taux d'inflation légèrement plus élevé à 2,25%.

Ce niveau est en ligne avec le taux d'inflation prévu par la BCE pour l'année 2024¹¹ et reste dans le bas de fourchette des références actuellement disponibles pour la zone Euro :

- swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : 2,5% à fin Juin 2023,
- point mort d'inflation : 2,9%¹² en France et 2,4%¹³ en Allemagne à fin juin 2023,
- prévision d'inflation établie par la BCE : 3,0% en 2024 et 2,2% en 2025¹⁴,

⁸ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2023), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

⁹ Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « core », qui exclut les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

¹⁰ BCE, Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE, 8 juillet 2021

¹¹ BCE, Prévisions économiques trimestrielles, juin 2022.

¹² Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

¹³ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

¹⁴ Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, juin 2023.

-
- prévision d'inflation à moyen terme tirée de l'enquête des prévisionnistes professionnels conduite par la BCE de 2,2%¹⁵,
 - consensus d'inflation Bloomberg pour la zone Euro de 2,2% en 2025¹⁶,

Sur ces bases, notre estimation du taux d'inflation à long terme pour la zone euro s'élève à 2,25%.

Au total, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu dans le cadre de cette approche normative s'établit à 3,25 % (soit : 1,0 % + 2,25 %).

Prime de risque de marché anticipée (PRM)

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

Dans l'édition 2022 du *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*¹⁷, *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 122 années de données pour estimer à 5,0 % la PRM (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

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

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

¹⁵ BCE, *Survey of professional forecasters*, juin 2023.

¹⁶ Bloomberg au 30 juin 2023.

paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

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

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

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

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

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Les indices de référence utilisés sont les indices *S&P 500 USA* pour les sociétés américaines, *STOXX Europe 600* pour les sociétés européennes, *TOPIX Index* pour les sociétés japonaises, *TAIEX Index* pour les sociétés taiwanaises et le *KOSDAQ Composite Index* pour les entreprises sud-coréennes.

En raison des effets de la pandémie de *Covid-19* sur les marchés financiers, nous avons mené une analyse quantitative à plusieurs dates (31 décembre 2019 et 30 juin 2023), selon les modalités exposées ci-dessus.

Nous avons tout d'abord considéré un premier sous-échantillon de sociétés comparables (ci-après « **Sous-Echantillon 1** ») identifiées en section 4.4.2. (*Zebra Technologies*, *Mühlbauer*, *IDP Corp.* et *Matica Fintech*) qui présentent les profils d'activités les plus proches de celui d'*Evolis*.

A l'exception de ceux de *Zebra Technologies*, les résultats obtenus sur cet échantillon avec l'approche quantitative ne sont pas significatifs et ne peuvent donc être exploités. De plus, comme nous le verrons en section 4.4.2., les caractéristiques financières opérationnelles de *Zebra Technologies* sont très éloignées de celles de la Société ce qui nous conduit à ne pas retenir cette société dans notre analyse quantitative.

Nous nous sommes donc appuyés, par défaut, sur les coefficients bêta obtenus à partir d'un deuxième sous-échantillon (ci-après « **Sous-Echantillon 2** ») également présenté en section 4.4.2 et regroupant des fabricants de dispositifs d'impressions de code à barres et autres (*Sato Holdings*, *TSC Auto ID*, *Bixolon Co.* et *Godex*).

Les moyennes des coefficients bêta observés sur une période d'estimation longue (5 ans) au 31 décembre 2019 et au 30 juin 2023 s'élèvent respectivement à 1,0 (fourchette comprise entre 0,9 et 1,1) et 0,8 (fourchette comprise entre 0,5 et 1,1). Il ressort également de cette analyse que la pandémie de *Covid-19* a généré une forte disparité entre les coefficients bêta des sociétés comparables à fin juin 2023. Cette accentuation des écarts entre sociétés est très certainement liée à la manière dont leurs activités ont été affectées par la pandémie.

Tout comme *Evolis*, les sociétés constituant le Sous-Echantillon 2 tirent une part significative de leurs activités de la vente de consommables. Cet échantillon présente donc selon nous, un niveau de risque systématique relativement comparable à celui d'*Evolis*.

Dans ce contexte, nous avons retenu un coefficient bêta de 1,0 correspondant à la moyenne des coefficients bêta observés sur le Sous-Echantillon 2 au 31 décembre 2019, soit dans une situation pre-*Covid*.

Nous notons également que ce niveau de coefficient bêta est proche de celui obtenu dans le cadre de l'analyse d'un troisième sous-échantillon (ci-après « **Sous-Echantillon 3** »), constitué de fabricants d'imprimantes grand public (cf. section 4.4.2).

Ce niveau de coefficient bêta, issu d'une approche quantitative, est cohérent avec celui qui peut être appréhendé au travers d'une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque systématique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont, d'une part, sa sensibilité à la conjoncture économique et, d'autre part, son levier opérationnel.

S'agissant de la sensibilité à la conjoncture, la moitié de l'activité d'*Evolis* est issue de la vente d'imprimantes, un investissement d'équipement pour ces clients, ce qui lui confère un caractère relativement risqué avec un niveau de dépendance à la conjoncture économique supérieur à la moyenne. En revanche, l'autre moitié de l'activité d'*Evolis* (vente de consommables pour l'utilisation de

ces imprimantes) présente une nature récurrente justifiant, selon nous, d'un niveau de risque non diversifiable inférieur à la moyenne.

S'agissant du levier opérationnel, le positionnement en tant qu'assembleur industriel distribuant ses produits à l'aide de partenaires et distributeurs lui confère un levier opérationnel intermédiaire.

Selon nous, ces éléments qualitatifs justifient, au total, le niveau du coefficient bêta de 1,0.

La **Figure 10** présente les coefficients bêta obtenus pour l'échantillon de sociétés ainsi retenues.

Figure 10 | Échantillons de sociétés comparables – Calcul des coefficients bêta désendettés

| Société | Pays | Indice de référence | Cap. boursière (m€) | Flottant (%) | Betas désendettés | | | | | | | |
|---|---------------|---------------------|---------------------|--------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | | 31-déc-19 | | | | 30-juin-23 | | | |
| | | | | | 2A | 3A | 4A | 5A | 2A | 3A | 4A | 5A |
| Sous-Echantillon 1 : Impression de cartes / solutions d'identification | | | | | | | | | | | | |
| Zebra Technologies | United States | S&P 500 | 13 937 | 99,2 % | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| Mühlbauer | Germany | STOXX Europe 600 | 852 | 96,7 % | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| IDP Corp. | South Korea | KOSDAQ | 36 | 43,3 % | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 0,7 | 0,9 | n.a. | n.a. |
| Matica Fintec | Italy | STOXX Europe 600 | 20 | 36,0 % | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 1,0 | n.a. |
| Moyenne Sous-Echantillon 1 | | | | | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,5 |
| Sous-Echantillon 2 : Autres dispositifs d'impression | | | | | | | | | | | | |
| Sato Holdings | Japan | TOPIX INDEX | 400 | 68,4 % | 1,1 | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 1,2 | 1,1 |
| TSC Auto ID | Taiwan | TAIEX Index | 312 | 57,9 % | 1,2 | 1,1 | 1,4 | 1,1 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,7 |
| Bixolon Co. | South Korea | KOSDAQ | 69 | 49,9 % | 0,3 | n.a. |
| Godex | Taiwan | TAIEX Index | 60 | 61,1 % | n.a. | n.a. | 0,9 | 0,9 | 0,3 | n.a. | 0,4 | 0,5 |
| Moyenne Sous-Echantillon 2 | | | | | 0,9 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,8 |
| Sous-Echantillon 3 : Impression bureau / grand public | | | | | | | | | | | | |
| HP | United States | S&P 500 | 27 735 | 87,5 % | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 |
| Canon | Japan | TOPIX INDEX | 24 041 | 95,8 % | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| Ricoh | Japan | TOPIX INDEX | 4 717 | 79,6 % | 0,6 | 0,6 | n.a. | n.a. | 0,9 | 1,1 | 1,3 | 1,0 |
| Seiko Epson | Japan | TOPIX INDEX | 4 703 | 82,0 % | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,6 | 1,5 |
| Brother | Japan | TOPIX INDEX | 3 400 | 88,7 % | 1,4 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 1,4 |
| Xerox | United States | S&P 500 | 2 141 | 72,1 % | 1,1 | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,1 |
| Toshiba Tec | Japan | TOPIX INDEX | 1 445 | 44,2 % | 0,8 | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,7 | 0,8 |
| Moyenne Sous-Echantillon 3 | | | | | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,1 |
| Moyenne des sous-échantillons | | | | | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,0 |
| Médiane des sous-échantillons | | | | | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,0 |

Source : CapitalIQ

Note* : n.a. correspond aux coefficients bêta dont le R² est inférieur à 15 %.

Note** : Les coefficients bêta désendettés « Pré-Covid 19 » et « Post-Covid 19 » sont calculés respectivement au 31 décembre 2019 et 30 juin 2023.



Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 8,75%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times PRM] = 3,25 \% + [1,0 \times 5,5 \%] = 8,75 \%$$

4.3.4. Résultats de la méthode

La **Figure 11** présente le calcul de la valeur des capitaux propres d'*Evolis* et l'estimation de la Valeur Intrinsèque qui en résulte.

Figure 11 | Valeur Intrinsèque des capitaux propres d'*Evolis*

| en m€ | Scénario | Scénario |
|---|---------------|---------------|
| | Bas | Haut |
| Valeur des flux actualisés | 78,6 | 80,8 |
| Valeur terminale actualisée | 72,1 | 87,8 |
| Valeur d'entreprise | 150,7 | 168,6 |
| Trésorerie nette et autres passifs/actifs hors exploitation au 30 juin 2023 | 22,5 | 22,5 |
| Valeur des fonds propres | 173,3 | 191,1 |
| Nombre d'actions | 5 224 362 | 5 224 362 |
| Valeur Intrinsèque par action | 33,2 | 36,6 |
| <i>Prime induite par le prix d'Offre</i> | <i>31,9 %</i> | <i>19,6 %</i> |

Source : Accuracy

La méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des capitaux propres d'*Evolis* au 30 juin 2023, comprise entre 173,3 m€ et 191,1 m€, soit entre 33,2 € et 36,6 € par action.

Sur cette base, le Prix d'Offre de 43,75 € proposé par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires extériorise une prime comprise entre +31,9% et + 19,6% par rapport à l'estimation de la Valeur Intrinsèque par la méthode DCF.

A titre informatif, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation, à savoir : (i) le taux de ROCE normatif et (ii) la part de l'activité digitalisée.



Figure 12 | Analyse de sensibilité

| | | <i>Valeur par action</i> | | | | |
|---------------------------------------|------|--|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| | | <i>ROCE normatif</i> | | | | |
| | | <i>(part de la Rente Economique 2026 conservée en année normative)</i> | | | | |
| | | 20,0 % (39 %) | 25,0 % (56 %) | 27,5 % (65 %) | 30,0 % (73 %) | 37,8 % (100 %) |
| Part de l'activité digitalisée | - | 30,8 € | 34,6 € | 36,5 € | 38,4 € | 44,3 € |
| | 5 % | 30,2 € | 33,9 € | 35,7 € | 37,5 € | 43,1 € |
| | 10 % | 29,7 € | 33,2 € | 34,9 € | 36,6 € | 41,9 € |
| | 15 % | 29,2 € | 32,4 € | 34,0 € | 35,7 € | 40,8 € |
| | 20 % | 28,6 € | 31,7 € | 33,2 € | 34,8 € | 39,6 € |

Source : Accuracy

Il ressort de cette analyse que le Prix d'Offre est très proche de la valeur de la Société dans un scénario ambitieux supposant le maintien *ad vitam* de l'intégralité de la Rente Economique attendue en fin de Plan d'Affaires et d'absence d'impact de la digitalisation sur le volume d'activité et de réalisation du risque pays.

Pour rappel, nous utilisons un taux de croissance perpétuelle de 2,25% par an, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long terme retenue dans les composantes du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance du flux de trésorerie en termes réels.

A titre informatif, nous avons également estimé l'impact d'une modification du taux de croissance perpétuelle sur les résultats obtenus en Scénario Haut et Scénario Bas, toutes choses égales par ailleurs. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,75%, la valeur unitaire des actions d'*Evolis* s'établirait à 32,4 € en Scénario Bas et 34,1 € en Scénario Haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,75%, la valeur unitaire des actions d'*Evolis* s'établirait à 35,5 € en Scénario Bas et 37,8 € en Scénario Haut.

L'analyse de la sensibilité de notre estimation de la Valeur Intrinsèque au taux de croissance perpétuelle est présentée en Annexe 4.

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

La mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières repose sur l'utilisation de ratios d'évaluation (ou « multiples ») calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant (i) un profil de risque (donc un portefeuille d'activités et une exposition géographique) et (ii) une croissance



bénéficiaire comparables à ceux de la société évaluée, soit les deux paramètres qui conditionnent au premier chef le niveau des multiples d'EBITDA et d'EBIT.

Dans le cas d'*Evolis*, la mise en œuvre de la méthode se heurte à deux difficultés majeures : (i) le nombre restreint de sociétés cotées développant le même type d'activité, et (ii) une différence marquée entre le profil de croissance bénéficiaire de la Société, acteur de petite taille et spécialisé, et le profil des autres sociétés cotées du secteur, dont la taille et la diversification sont plus importantes.

4.4.1. Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté le multiple de résultat net (PER – *Price Earning Ratio*) qui ne permet pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons également écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. Par ailleurs, afin de gommer les différences en matière d'intensité capitalistique et de recours à la capitalisation des coûts de R&D, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA.

L'EBIT retenu correspond à l'EBIT avant application de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes). Les agrégats du consensus pour les sociétés comparables ont, le cas échéant, été ajustés pour satisfaire cette définition.

4.4.2. Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

Dans une première étape, nous avons cherché à identifier des sociétés ayant une activité proche de celle d'*Evolis*. Comme mentionné précédemment, il est très difficile d'identifier de telles sociétés cotées.

Nous nous sommes appuyés pour cette étape sur un échantillon de sociétés présentes dans le domaine de la fabrication et la commercialisation de dispositifs d'impression. L'échantillon large de quinze sociétés ainsi constitué peut se scinder en trois groupes selon le type d'imprimantes vendues et le niveau de diversification de l'activité :

- Sous-Echantillon 1 : les sociétés ayant une activité proche de celle d'*Evolis*, qui fabriquent et vendent des imprimantes de cartes et des solutions d'identification,
- Sous-Echantillon 2 : les sociétés qui conçoivent d'autres dispositifs d'impression comme des imprimantes de codes à barres, d'étiquettes, de tickets de caisse, et de QR code,
- Sous-Echantillon 3 : les sociétés, de taille significative et plus diversifiées, qui fabriquent et commercialisent des imprimantes destinées au grand public et aux professionnels.

Une description de l'activité des sociétés retenues dans l'échantillon figure en Annexe 3.

La **Figure 13** présente ci-après les marges d'EBIT et les croissances bénéficiaires de CA et d'EBIT des sociétés de l'échantillon.

Figure 13 | Échantillon de sociétés comparables – Agrégats opérationnels

| Société | Pays | Cap. Bours. (m€) | CA 2022R | Croissance CA (%) | | | Marges EBIT (%) | | | Croissance EBIT (%) | | |
|---|------|------------------|----------|-------------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| Sous-Echantillon 1 : Impression de cartes / solutions d'identification | | | | | | | | | | | | |
| Zebra Technologies | US | 13 937 | 5 295 | (5)% | 6 % | 6 % | 21 % | 22 % | 22 % | 21 % | 13 % | 5 % |
| Mühlbauer | DE | 852 | 324 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| IDP Corp. | KR | 36 | 30 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Matica Fintec | IT | 20 | 20 | 4 % | 19 % | n.a. | 19 % | 21 % | n.a. | 2 % | 28 % | 9 % |
| Moyenne Sous-Echantillon 1 | | | | (0)% | 13 % | 6 % | 20 % | 21 % | 22 % | 12 % | 21 % | 7 % |
| Sous-Echantillon 2 : Autres dispositifs d'impression | | | | | | | | | | | | |
| Sato Holdings | JP | 400 | 892 | (1)% | 4 % | 4 % | 5 % | 7 % | 7 % | (14)% | 25 % | 11 % |
| TSC Auto ID | TW | 312 | 234 | 8 % | n.a. | n.a. | 16 % | n.a. | n.a. | 9 % | n.a. | n.a. |
| Bixolon Co. | KR | 69 | 94 | 3 % | 30 % | 27 % | 14 % | 19 % | 22 % | (24)% | 82 % | 46 % |
| Godex | TW | 60 | 38 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Moyenne Sous-Echantillon 2 | | | | 3 % | 17 % | 15 % | 12 % | 13 % | 14 % | (10)% | 54 % | 28 % |
| Sous-Echantillon 3 : Impression bureau / grand public | | | | | | | | | | | | |
| HP | US | 27 735 | 54 761 | (8)% | 3 % | 2 % | 9 % | 8 % | n.a. | (0)% | 1 % | n.a. |
| Canon | JP | 24 058 | 25 559 | 6 % | 1 % | 1 % | 9 % | 9 % | 9 % | 1 % | (0)% | 2 % |
| Ricoh | JP | 4 721 | 12 750 | 10 % | 6 % | (1)% | 4 % | 3 % | 4 % | 131 % | (19)% | 31 % |
| Seiko Epson | JP | 4 706 | 8 093 | 4 % | 5 % | (1)% | 7 % | 8 % | 8 % | (6)% | 17 % | (0)% |
| Brother | JP | 3 402 | 5 005 | 2 % | 2 % | 3 % | 6 % | 9 % | 9 % | (34)% | 62 % | 3 % |
| Xerox | US | 2 141 | 6 320 | 1 % | (2)% | (2)% | 5 % | 6 % | 6 % | 68 % | 6 % | 2 % |
| Toshiba Tec | JP | 1 446 | 3 115 | 5 % | 0 % | 2 % | 3 % | 4 % | 5 % | 15 % | 26 % | 16 % |
| Moyenne Sous-Echantillon 3 | | | | 3 % | 2 % | 1 % | 6 % | 7 % | 7 % | 25 % | 13 % | 9 % |
| Moyenne des sous-échantillons | | | | 3 % | 7 % | 4 % | 10 % | 10 % | 10 % | 14 % | 22 % | 12 % |
| Médiane des sous-échantillons | | | | 4 % | 4 % | 2 % | 8 % | 8 % | 8 % | 2 % | 17 % | 7 % |

Source : CapitalIQ au 30 juin 2023

Ce tableau appelle les commentaires suivants.

- Les sociétés constituant le Sous-Echantillon 1 sont des concurrents directs d'*Evolis*, mais ne sont *a priori* pas directement exploitables. Les deux sociétés pour lesquelles des prévisions d'analystes financiers sont disponibles ne sont pas suffisamment comparables en termes d'activité, de risque et de potentiel de croissance. *Zebra Technologies* affiche ainsi un chiffre d'affaires de plus 5 Mds€ dans lequel le poids de l'activité



strictement comparable à celle d'*Evolis* est *a priori* limité.¹⁷ De plus, une fraction importante de son activité (supérieure à 70%) consiste en des solutions d'informatique mobile et de logistique qui ne présentent pas les mêmes risques de digitalisation que l'activité d'*Evolis*. *Matica Fintec* présente une taille beaucoup plus réduite (20 m€ de chiffre d'affaires), mais un profil de croissance bénéficiaire bien supérieur à celui d'*Evolis*. Pour ces raisons, ces deux sociétés ne peuvent être retenues.

- Les sociétés constituant le Sous-Echantillon 2 présentent des activités proches de celle d'*Evolis*. Cependant, les deux sociétés pour lesquelles nous disposons d'une information financière prévisionnelle (*Sato Holding* et *Bixelon Co*) présentent des profils de croissance bénéficiaire très supérieurs à celui d'*Evolis*.
- Les sociétés constituant le Sous-Echantillon 3 ont une activité *a priori* plus lointaine de celle d'*Evolis*. Elles affichent des niveaux de marges d'EBIT très inférieurs et sont de taille bien plus conséquente.

Au terme de cette analyse, il s'avère donc qu'aucune société ne présente un profil de risque et des perspectives de croissance bénéficiaire qui soient raisonnablement comparables à *Evolis*.

4.4.3. Mise en œuvre et résultats de la méthode

Dans la mesure où aucune société au sein de notre échantillon n'est raisonnablement comparable à *Evolis* en termes d'activité, de marges ou de profil de croissance bénéficiaire sur les prochaines années, nous considérons que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont pas réunies. Aussi, les multiples obtenus sont présentés à titre indicatif uniquement.

Comme expliqué ci-dessus, la méthode repose sur les multiples d'EBIT. Les multiples d'EBITDA sont présentés ici à titre d'information. Ces multiples ont été calculés sur la base des éléments suivants :

- au numérateur, pour le calcul de la valeur d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 30 juin 2023, (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes),
- au dénominateur, pour le calcul des agrégats : prévisions de l'EBITDA et de l'EBIT calendarisées sur la base du consensus des analystes financiers disponibles au 30 juin 2023 et ajustées de l'impact des normes IFRS 16 et IFRS 2.

¹⁷ Cette activité étant logée au sein du segment *Asset Intelligence & Tracking* ("AIT") qui représente près de 1,5Mds€ de chiffre d'affaires, soit 30% du chiffre d'affaires du groupe 2022 et 34% du résultat opérationnel.

Figure 14 | Échantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers

| Société | Pays | Cap. Bours. (m€) | Dette nette (m€) | VE (m€) | VE/EBIT (x) | | |
|---|-----------|------------------------|------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|
| | | | | | 2023E | 2024E | 2025E |
| Sous-Echantillon 1 : Impression de cartes / solutions d'identification | | | | | | | |
| Zebra Technologies | US | 13 937 | 2 108 | 16 044 | 15,1 x | 13,3 x | 12,6 x |
| Mühlbauer | DE | 852 | (78) | 773 | n.a. | n.a. | n.a. |
| IDP Corp. | KR | 36 | (19) | 17 | n.a. | n.a. | n.a. |
| <i>Matica Fintec</i> | <i>IT</i> | <i>20</i> | <i>(1)</i> | <i>19</i> | <i>4,7 x</i> | <i>3,6 x</i> | <i>3,3 x</i> |
| Moyenne Sous-Echantillon 1 | | | | | 15,1 x | 13,3 x | 12,6 x |
| Sous-Echantillon 2 : Autres dispositifs d'impression | | | | | | | |
| Sato Holdings | JP | 400 | (18) | 382 | 6,7 x | 5,3 x | 4,8 x |
| TSC Auto ID | TW | 312 | (35) | 277 | 6,7 x | n.a. | n.a. |
| <i>Bixelon Co.</i> | <i>KR</i> | <i>69</i> | <i>(45)</i> | <i>24</i> | <i>1,3 x</i> | <i>0,7 x</i> | <i>0,5 x</i> |
| Godex | TW | 60 | (8) | 52 | n.a. | n.a. | n.a. |
| Moyenne Sous-Echantillon 2 | | | | | 6,7 x | 5,3 x | 4,8 x |
| Sous-Echantillon 3 : Impression bureau / grand public | | | | | | | |
| HP | US | 27 735 | 10 019 | 37 755 | 8,2 x | 8,1 x | n.a. |
| Canon | JP | 24 058 | 2 055 | 26 113 | 10,2 x | 10,2 x | 10,1 x |
| Ricoh | JP | 4 721 | (676) | 4 045 | 5,9 x | 7,3 x | 5,6 x |
| Seiko Epson | JP | 4 706 | (61) | 4 645 | 7,4 x | 6,4 x | 6,4 x |
| Brother | JP | 3 402 | (584) | 2 818 | 8,8 x | 5,4 x | 5,3 x |
| Xerox | US | 2 141 | 2 808 | 4 949 | 13,3 x | 12,6 x | 12,4 x |
| Toshiba Tec | JP | 1 446 | (177) | 1 268 | 9,6 x | 7,6 x | 6,6 x |
| Moyenne Sous-Echantillon 3 | | | | | 9,1 x | 8,2 x | 7,7 x |
| Moyenne Médiane | | | | | 9,2 x | 8,5 x | 8,0 x |
| | | | | | 8,5 x | 7,6 x | 6,5 x |

Source : Capital IQ

Note* : Calcul de la capitalisation boursière au 30/06/2023. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 30/06/2023. Données prévisionnelles issues du consensus au 30/06/2023.

Note** : Multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés sur la base d'un EBITDA et d'un EBIT retraités des éléments relatifs à IFRS 16

Note*** : Les sociétés Bixelon Co. et Matica Fintec ne sont pas prises en compte en raison de leur taille trop réduite pour que les multiples puissent être considérés comme pertinents.

A titre indicatif, l'application de la méthode fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 27,2 € et 37,5 € sur la base de la médiane des multiples d'EBIT 2025 et 2023.

4.5. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des transactions comparables

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

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

Nous avons identifié deux transactions réalisées au cours des 36 derniers mois qui portent sur deux sociétés dont les activités sont proches de celle d'*Evolis* :

- Mai 2021 : l'acquisition de *Magicard Ltd* par *Brady Corporation*. *Magicard Ltd* est une société anglaise, spécialisée dans la fabrication d'imprimantes décentralisées de cartes d'identification et de carte de paiement.
- Mai 2022 : l'acquisition de *Card Technology Corp.* et *NBS Technologies Inc.* par *Matica Fintech*. *Card Technology Corp* conçoit, fabrique et distribue des solutions, d'émission et de personnalisation, centralisée et décentralisée, de cartes à puces. *NBS Technologies Inc.*, au travers de sa filiale *UBIQ*, développe également des logiciels spécialisés dans les solutions d'identité numérique et de personnalisation de carte.

Pour la seconde transaction, aucune information nous permettant d'extérioriser des multiples d'EBITDA ou d'EBIT n'est disponible publiquement.

S'agissant de la transaction portant sur *Magicard Ltd*, dont l'activité présente de fortes similarités avec celle *Evolis*, celle-ci est intervenue au cours du mois de mai 2021, soit juste après le pic de la pandémie de Covid-19 qui a durement impacté l'activité de cette dernière. De ce fait, les multiples extériorisés sur la base des agrégats réalisés au cours de l'année 2020 et 2021 ne nous semblent pas pertinents.

En considérant qu'il est difficile de connaître exactement le contexte économique et concurrentiel prix en compte par l'acquéreur au moment de la transaction, il est difficile de déterminer avec certitude le multiple induit par cette transaction. Nous considérons donc que – en dépit de la grande similarité d'activité avec *Evolis* – la méthode des transactions comparables ne permet pas de donner une estimation fiable de la valeur de la Société.

Nous présentons toutefois, à titre indicatif, les multiples sur la base des agrégats 2019, considérée comme la dernière année normative précédant l'acquisition. La société *Magicard Ltd* enregistrant un niveau de charges d'amortissement important liées aux actifs incorporels reconnus dans le cadre d'opérations de croissance externe. Nous privilégions les multiples d'EBIT ajusté de *Magicard Ltd*, c'est-à-dire retraité de cette charge d'amortissement afin de ne pas biaiser notre analyse.

La **Figure 15** présente les transactions comparables identifiées.

Figure 15 | Transactions comparables

| Date | Acquéreur | Cible | | Données fin. (M€) | | Multiples | | Marges (Histo.) | |
|--------|----------------|-------------------------|-----------|-------------------|----|---------------|--------|-----------------|--------|
| | | Nom | Pays | % acquis | VE | EBIT retraité | EBIT | EBIT retraité | EBIT |
| mai-22 | Matica Fintech | Card Tech. NBS Tech. | USA et UK | 100 % | 2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| mai-21 | Brady Corp | Magicard Ltd | UK | 100 % | 49 | 8,3 x | 12,1 x | 20,2 % | 13,9 % |

Source : Mergermarket, CapitalIQ

Note* : Multiples calculés sur la base des agrégats 2019

Sur la base du multiple d'EBIT 2019 retraité tel qu'extériorisé par la transaction *Brady/Magicard*, la valeur de l'action *Evolis* s'établit à 36,9 €¹⁸. Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de +18,7% sur ces bases.

¹⁸ La valeur des intérêts minoritaires relatifs à la société *Cardpresso* intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres correspond à la moyenne des estimations issues du Scénario Haut et du Scénario Bas de la méthode DCF.



5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par la Banque, dans le contexte de l'Offre et dans la perspective de la mise en œuvre du retrait obligatoire. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

D'un point de vue méthodologique, si la Banque a également adopté une approche d'évaluation multicritères, le panel de références et de méthodes d'évaluation effectivement retenues diffère légèrement du nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque retient la méthode DCF à titre principal et présente à titre indicatif les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables qui sont, de notre point de vue, peu fiables dans le cas présent pour les raisons détaillées dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient le cours de bourse et le prix payé pour les Acquisitions de Blocs. De notre côté, nous considérons comme pertinente la référence donnée par le prix payé pour les Acquisitions de Blocs, dans la mesure où celui-ci découle d'une négociation menée entre acteurs informés connaissant bien le secteur. En revanche, s'agissant du cours de bourse avant annonce de l'Opération, nous considérons que cette référence n'est pas pertinente compte tenu de la faiblesse des volumes échangés (en valeur absolue et en proportion du flottant) et de la déconnexion du cours avec le flux d'information relatif à la Société. Nous présentons néanmoins cette référence à titre indicatif.

5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit à une valeur par action de 37,7 € contre une valeur comprise entre 33,2 € et 36,6 € par action résultant de nos propres travaux.

Cette conclusion, très similaire à la nôtre, repose cependant sur des modalités de mise en œuvre de la méthode DCF différentes.

Cette estimation, supérieure à la nôtre, résulte de certaines différences d'hypothèses.

- S'agissant des conséquences financières du rapprochement des deux groupes, comme on l'a vu en section 3.1.2 les synergies attendues de l'Opération sont limitées. La Banque a estimé la valeur des économies de coûts résultant de l'Opération (liées au retrait de cote, à la

consolidation des sites de production et à l'optimisation de la base d'approvisionnement, mais aussi des coûts additionnels liés à l'intégration informatique). La Banque intègre à son estimation 50 % de l'évaluation de ces économies de coûts. L'impact de ce choix sur l'estimation reste néanmoins modeste. De son côté, *Accuracy* a estimé la Valeur Intrinsèque de la Société avant effets du rapprochement avec l'Initiateur. Nous nous sommes ensuite assurés que le Prix d'Offre affichait une prime significative par rapport à cette Valeur Intrinsèque.

- S'agissant de la date d'évaluation, la Banque réalise ses travaux au 30 septembre 2023, soit une date proche du dépôt de l'Offre. De notre côté, nous réalisons nos travaux au 30 juin 2023, date des derniers comptes disponibles fournis par la Société.
- S'agissant des flux de trésorerie futurs, comme nous, la Banque s'est appuyée sur le Plan d'Affaires élaboré par les dirigeants de la Société.
- S'agissant de l'estimation de la valeur terminale, la Banque et *Accuracy* retiennent une période d'extrapolation (cinq années pour la Banque, quatre années pour *Accuracy*). La principale différence est que la Banque a considéré un scénario de continuité qui suppose (i) une réduction linéaire de la croissance, (ii) le maintien de la marge d'EBITDA par rapport au niveau atteint en fin de Plan d'Affaires et (iii) des investissements relativement limités en % du chiffre d'affaires. Un tel scénario semble optimiste compte tenu de la concurrence internationale accrue et du risque de digitalisation de l'activité.

A l'inverse, *Accuracy* a tenu compte de ces risques dans les flux et considéré un scénario intégrant (i) la disparation d'une fraction de l'activité à terme (10%) et (ii) l'érosion de la rentabilité sur capitaux employés de la Société atteinte en fin de Plan d'Affaires pour revenir au niveau moyen observé sur les sept dernières années (soit un ROCE de 30% en Scénario Haut) et une dégradation de 5 points par rapport à cette moyenne (soit 25% en Scénario Bas).

- S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, à l'exception du choix de la date d'évaluation, les travaux de la Banque ne présentent pas de différences significatives avec nos travaux. La Banque présente les éléments de passage au 30 juin 2023 et estime le montant de trésorerie nette au 30 septembre 2023 à l'aide de la génération anticipée de trésorerie au troisième trimestre 2023. De notre côté, procédant à l'évaluation d'*Evolis* au 30 juin 2023, nous présentons les éléments de passage à cette même date.
- S'agissant du taux d'actualisation, les taux utilisés sont différents dans les deux rapports d'évaluation (10,75% pour la banque et 8,75% pour *Accuracy*). L'écart résulte essentiellement de la prise en compte par la

Banque d'une prime de risque pays (1,9%) alors que nous considérons que ce risque est *in fine* limité pour la Société et correctement diversifié, la Société étant présente dans près de 140 pays. Déduction faite de la prime de risque pays, le taux d'actualisation retenu par la Banque est très proche de notre estimation.

Ce choix méthodologique compense en grande partie le caractère optimiste, selon nous, du scénario considéré par la Banque.

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

En raison de l'absence de sociétés parfaitement comparables, notamment en termes d'activité et de taille, la banque s'appuie sur un ensemble de treize sociétés présentes dans les secteurs des technologies d'imagerie et d'imprimerie, ainsi que des systèmes d'identification et sécurité. Cet échantillon présente quatre sociétés communes au nôtre (*HP, Canon, Zebra Technologies, Brother Industries*). Comme *Accuracy*, la Banque, indique avoir exclu *Matica Fintech* de son analyse en raison notamment de sa faible capitalisation boursière.

La Banque conclut que la pertinence de cette méthode est limitée en raison du nombre élevé de critères différenciant *Evolis* de ces sociétés. La Banque présente à titre indicatif une fourchette d'estimations comprises entre 40,2 € et 41,8 € par action.

De notre côté, nous nous sommes appuyés sur un échantillon de quinze sociétés présentes dans le domaine de la fabrication et la commercialisation de dispositifs d'impression. Au terme de nos analyses (cf. section 4.4.2), il s'avère qu'aucune société ne présente un profil de risque et des perspectives de croissance bénéficiaire qui soient raisonnablement comparables à *Evolis*.

A titre indicatif, l'application de la méthode fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 27,2 € et 37,5 € sur la base de la médiane des multiples d'EBIT 2025 et 2023.

Nous concluons, tout comme la Banque, que la méthode des comparaisons boursières ne permet pas de fournir une estimation fiable de la valeur de la Société.

5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

Sur un échantillon initial de 6 transactions se répartissant sur une période de 6 ans, la Banque n'a retenu que l'acquisition de *Magicard Ltd* (concurrent direct d'*Evolis*) par *Brady* en mai 2021. Les cinq autres transactions, faisant intervenir

des entreprises intervenant dans le secteur de l'imprimerie, n'ont pas été retenues en raison de leurs activités, trop éloignées de celle d'*Evolis*.

Afin de ne pas tenir compte de la période Covid, la Banque retient le multiple d'EBITDA sur la base d'un EBITDA moyen sur la période 2017 à 2019. Le multiple d'EBITDA extériorisé s'établit à 7,7x.

Sur cette base, la Banque présente à titre indicatif une valeur par action de 38,6 €.

Nous nous sommes de notre côté concentrés sur des acquisitions ayant eu lieu depuis 2018. Nous concluons également que seule la transaction *Magicard Ltd* permet de calculer un multiple d'évaluation. Comme la Banque, considérant que les agrégats de l'année de la transaction étaient significativement impactés par la pandémie de Covid-19, nous avons ainsi estimé un multiple calculé sur la base d'un agrégat historique (EBIT ajusté 2019).

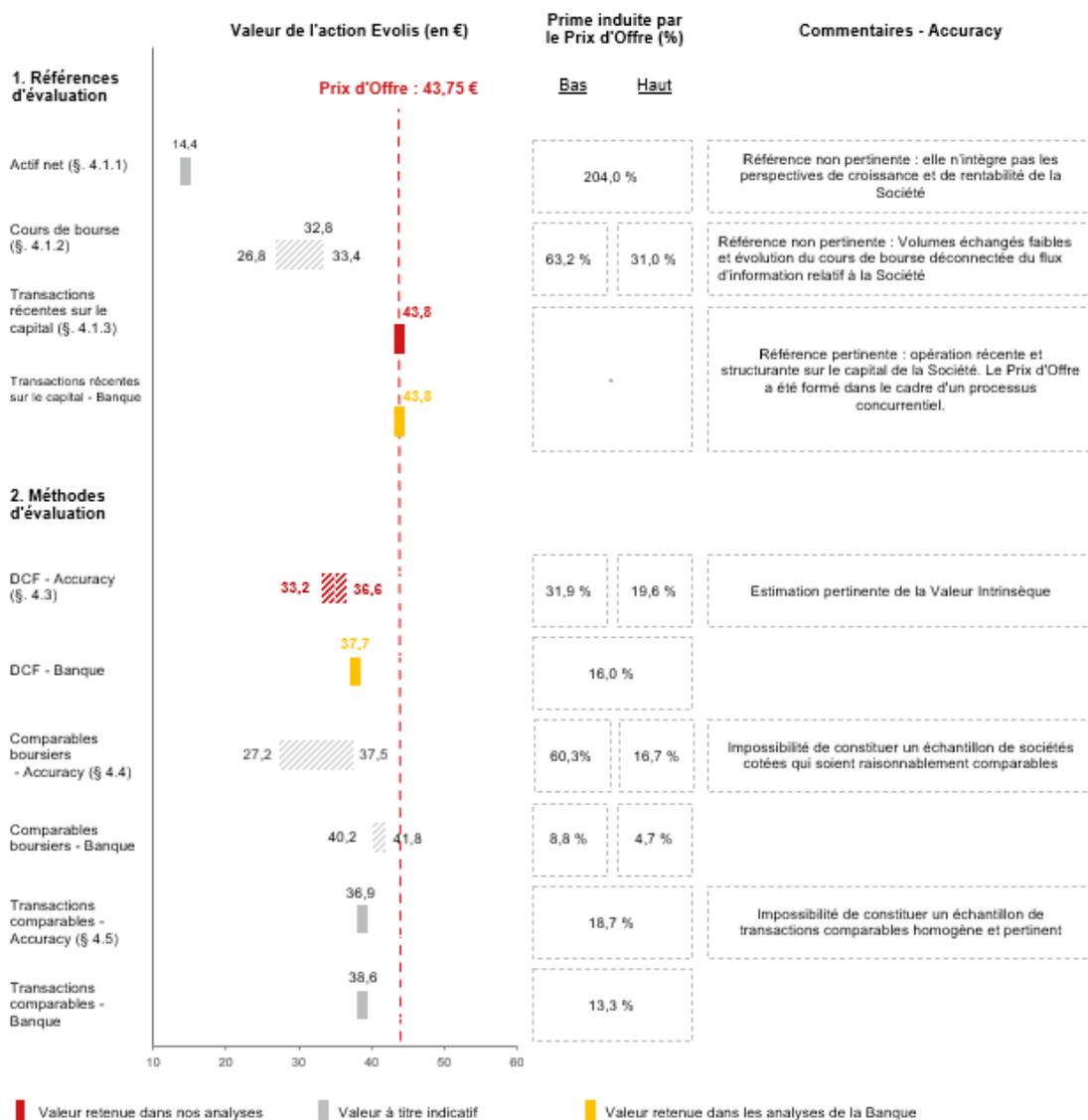
Au regard de la difficulté d'extérioriser un multiple significatif et d'identifier d'autres transactions comparables pertinentes dont les conditions financières sont publiques, nous concluons, comme la Banque, que la méthode des transactions comparables ne permet pas de fournir une estimation suffisamment fiable de la valeur de la Société.



5.4. Synthèse des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque de la Société

Le graphique ci-dessous présente de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *Evolis*, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par la Banque.

Synthèses de travaux d'évaluation d'Accuracy et de la Banque présentatrice



6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financière de l'Offre

Rappel du contexte de notre intervention

Le 19 juillet 2023, *Evolis* a annoncé :

- (i) l'entrée en négociations exclusives d'*HID* avec les actionnaires de *Cedys & Co*, pour la cession de leur participation dans *Cedys & Co* (ci-après le « **Bloc Majoritaire** »), formalisée par la conclusion d'une promesse d'achat unilatérale. À la suite de cette acquisition, l'Initiateur et sa filiale, *Cedys & Co* agiront de concert (l'Initiateur et *Cedys & Co* étant dénommés ci-après le « **Concert** ») ;
- (ii) la conclusion d'un contrat de cession des actions de la Société détenues par *Crédit Mutuel Equity SCR* et *Crédit Mutuel Innovation* (ensemble, le « **Crédit Mutuel** ») à *HID* portant sur 14,03% des actions d'*Evolis* et 7,59% des droits de vote. Cette cession est conditionnée à la réalisation de l'acquisition du Bloc Majoritaire.

En vertu de ces accords et après réalisation de ces opérations d'acquisitions (ci-après « **l'Opération** »), l'Initiateur détiendra au 19 septembre 2023 :

- (i) la totalité des actions de la société *Cedys & Co*, devenant par voie de conséquence actionnaire majoritaire à hauteur de 84,43% du capital et 91,38% des droits de vote d'*Evolis*, pour un montant extériorisant un prix de 43,75 € par action *Evolis*,
- (ii) la participation du *Crédit Mutuel*, représentant 14,03% du capital d'*Evolis* au même prix, soit 43,75 € par action *Evolis*.

A l'issue de l'Opération, le Concert détiendra, directement et indirectement, 98,46% du capital et 98,98% des droits de vote théoriques d'*Evolis*, étant précisé que l'Initiateur détiendra individuellement 14,03% du capital et 7,59% des droits de vote de la Société.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Evolis*, *HID* est tenue de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « **l'Offre** »), sur le solde du capital de la Société au prix de 43,75 € par action (ci-après le « **Prix d'Offre** »).

L'Initiateur a également indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des actions de la Société dans la mesure où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires d'*Evolis* (ci-après les « **Actionnaires Minoritaires** ») représentent moins de 10% du capital et des droits de vote d'*Evolis*.

L'Initiateur a également conclu des promesses d'achat et de vente croisées avec les bénéficiaires du plan d'attribution gratuite d'actions en vue de proposer un mécanisme de liquidité pour les actions attribuées gratuitement ne pouvant être cédées ou apportées à l'Offre en raison de contraintes juridiques et/ou fiscales.

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société a désigné *Accuracy* le 18 juillet 2023 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires.

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

- (i) « *La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire* » (alinéa II).

Conclusions de nos travaux

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire *stricto sensu*, nous estimons que le prix de 43,75 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par *HID Global*, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

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

Nous avons porté une attention particulière aux modalités de détermination du prix de cession des actions *Cedys & Co* ainsi qu'aux mécanismes de liquidité des actions gratuites. Il ressort en particulier de nos analyses que :

- le prix des actions cédées par les actionnaires de *Cedys & Co* correspond, par transparence, au Prix d'Offre proposé aux actionnaires d'*Evolis*,
- Le mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des actions gratuites ne confère pas selon nous d'avantage particulier aux détenteurs desdites actions.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 43,75 € par action qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime par rapport aux estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre +19,6% et +31,9%, niveau de prime qui nous semble confortable au regard des considérations suivantes.

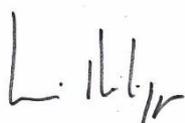
- Il reflète des scénarios relativement optimistes correspondant au maintien à perpétuité d'une rentabilité sur capitaux employés comprise entre 25,0% et 30,0%.
- Les synergies attendues de l'Opération sont peu significatives : (i) les deux sociétés ne sont pas positionnées sur la même technologie d'impression ce qui limite les économies d'échelle liées aux coûts d'approvisionnement, (ii) l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société ce qui limite certaines optimisations de coûts et (iii) l'Initiateur n'attend pas de synergies de revenus, à l'inverse il anticipe que certains distributeurs / intégrateurs communs aux deux groupes puissent souhaiter diversifier leurs approvisionnements auprès d'autres concurrents.

Par ailleurs, étant donné la liquidité réduite du titre, les actionnaires qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions.

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

Paris, le 18 septembre 2023

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe

Associé



Guillaume Charton

Directeur



Mathilde de Montigny

Directeur

Annexes

| | | |
|-----------|--|----|
| Annexe 1. | Lettre de mission..... | 64 |
| Annexe 2. | États financiers consolidés de la Société | 71 |
| Annexe 3. | Description des sociétés comparables | 74 |
| Annexe 4. | Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle | 76 |



Annexe 1. Lettre de mission



EVOLIS

Lettre de mission

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée
suivie d'un retrait obligatoire
sur les actions de la Société

Juillet 2023

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'H. O.S.'.

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



LETTRE DE MISSION

EVOLIS
14 Avenue de la Fontaine
49070 Beaucozéz

A l'attention de Emmanuel Picot

Fait à Paris, le 18 juillet 2023

Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « **Services** »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

EVOLIS SA (ci-après désigné « **EVOLIS** », le « **Client** » ou la « **Société** ») et *Accuracy* seront désignés conjointement comme les « **Parties** ».

Contexte et objet de la mission

EVOLIS est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'une gamme complète de solutions de personnalisation pour cartes plastiques. Les imprimantes *EVOLIS* intègrent toutes les options nécessaires à la personnalisation graphique, magnétique et électronique. Créée en 2000 par cinq fondateurs, *EVOLIS* a connu un fort développement de son activité. La Société compte près de 360 collaborateurs et a réalisé en 2022 un chiffre d'affaires de près de 112 m€.

EVOLIS est cotée sur *Euronext Growth*. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 170 m€ au 17 juillet 2023 (soit 32,8 € par action).

La Société est actuellement contrôlée par la société *CEDYS & CO* qui détient 84,43 % du capital. Le solde est constitué du flottant (15,46 %) et des salariés (0.11 %).

Nous comprenons qu'un acteur industriel (l'« **Initiateur** ») envisage aujourd'hui d'acquérir l'intégralité des actions de *CEDYS & CO* et un bloc minoritaire additionnel qui représente environ 14% du capital de la Société, au prix de 43,75 € par action. A l'issue de ces acquisitions, l'Initiateur détiendrait 98% du capital d'*EVOLIS*.

L'Initiateur a indiqué son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire (« **OPAS-RO** » ou « **l'Offre** ») sur le solde du capital au même prix de 43,75 € par action (à l'exception des actions gratuites existantes faisant l'objet d'un accord de liquidité). Le prix d'offre extériorise une prime de 36% par rapport au dernier cours d'*EVOLIS* au 17 juillet 2023 et une prime d'environ 39% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action *EVOLIS* sur *Euronext Growth Paris* au cours du dernier mois de cotation à cette date.

C'est dans ce contexte, que vous nous avez sollicités afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

16 cp



L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Fondements réglementaires

En l'absence de comité *ad hoc* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, la désignation de l'expert est soumise au droit d'opposition éventuel de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

L'article 261-1 I prévoit la nomination d'un expert indépendant dans la mesure où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société, notamment car :

- La Société sera contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce de concert par les Initiateurs, avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I alinéa 1 du règlement général de l'AMF),
- Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF),
- Une ou plusieurs opérations connexes à l'offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (article 261-1 I alinéa 4 du règlement général de l'AMF),
- Une procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre (article 261-1,II du règlement général de l'AMF).

Dans ce contexte, notre attestation d'équité se prononcera sur le prix d'offre en tant que prix d'indemnisation dans le contexte d'un retrait obligatoire.

Nous comprenons qu'il s'agit des seules motivations identifiées à ce jour pour la nomination d'un expert indépendant dans le contexte de l'offre.

Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*, en charge du contrôle qualité.

Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n°DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy*,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,

Ab d



-
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
 - notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de *EVOLIS*, en *stand alone*, c'est à dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'Initiateur, selon une approche multicritères,
 - une analyse des synergies (positives et négatives) anticipées du rapprochement de la Société avec l'Initiateur,
 - une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'Initiateur dont la banque présentatrice,
 - le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
 - notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
 - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société et pourra être rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité réalisé sous la direction de M. Bruno Husson interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

À ce stade, nous comprenons que cette offre devrait intervenir mi-septembre 2023. Sous réserve de l'obtention de l'ensemble des informations nécessaires, nos travaux pourraient débuter immédiatement afin de vous faire part dans les meilleurs délais de notre opinion sur le prix d'offre envisagé.

Notre projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible quelques jours avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

16 CR



Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Mathilde de Montigny et Guillaume Charton, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail

| | Semaine 1 | Semaine 2 | Semaine 3 | Semaine 4 | Total |
|----------------------|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Partner/Director | 10 | 10 | 20 | 20 | 60 |
| Manager | 20 | 20 | 30 | 40 | 110 |
| Analyste | 40 | 40 | 40 | | 120 |
| Total | | | | | 290 |
| Revue qualité | | | | | |
| Partner / Director | 2 | 2 | 2 | 8 | 14 |
| | Total (y/c revue qualité) | | | | 304 |

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters*.
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 65 000 (soixante-cinq mille) euros hors taxes, frais directs et débours divers (ces derniers s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par l'Offre), les Parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 25 000 euros, hors taxes et frais.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

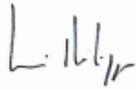
N D



Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

Veillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy



Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

EVOLIS



Emmanuel PICOT
Président Directeur Général

Annexe 2. États financiers consolidés de la Société

Figure 16 | Compte de résultat

| en k€ | Déc. 17 <i>Réel</i> | Déc. 18 <i>Réel</i> | Déc. 19 <i>Réel</i> | Déc. 20 <i>Réel</i> | Déc. 21 <i>Réel</i> | Déc. 22 <i>Réel</i> |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Chiffre d'affaires | 79 988 | 81 943 | 90 434 | 69 182 | 84 411 | 111 718 |
| <i>Croissance</i> | | 2% | 10% | -24% | 22% | 32% |
| - Coût des ventes | (30 582) | (32 823) | (36 228) | (29 450) | (35 993) | (43 543) |
| = Marge brute | 49 406 | 49 120 | 54 206 | 39 732 | 48 418 | 68 175 |
| <i>Marge en % du CA</i> | 61,8 % | 59,9 % | 59,9 % | 57,4 % | 57,4 % | 61,0 % |
| - Autres achats et charges externes | (11 930) | (12 319) | (15 136) | (9 042) | (10 687) | (15 563) |
| - Impôts et taxes | (1 387) | (1 384) | (1 601) | (1 590) | (1 476) | (2 119) |
| - Charges de personnel | (19 334) | (21 532) | (22 861) | (19 498) | (20 216) | (25 862) |
| + Autres produits/charges d'exploitation | (114) | (1 816) | 103 | 329 | 41 | 66 |
| = EBITDA | 16 641 | 12 069 | 14 711 | 9 931 | 16 080 | 24 697 |
| <i>Marge d'EBITDA en % du CA</i> | 20,8 % | 14,7 % | 16,3 % | 14,4 % | 19,0 % | 22,1 % |
| - Dotations aux amortissements et provisions | (3 943) | (3 297) | (4 019) | (6 022) | (4 203) | (4 488) |
| = EBIT | 12 698 | 8 772 | 10 692 | 3 909 | 11 877 | 20 209 |
| <i>Marge d'EBIT en % du CA</i> | 15,9 % | 10,7 % | 11,8 % | 5,7 % | 14,1 % | 18,1 % |
| + Résultat financier net | (687) | 110 | 223 | (1 216) | 694 | (756) |
| = Résultat courant avant impôt | 12 011 | 8 882 | 10 915 | 2 693 | 12 571 | 19 453 |
| + Résultat exceptionnel net | - | - | - | - | - | - |
| - Impôt sur le résultat | (3 241) | (2 747) | (2 987) | (1 061) | (2 790) | (4 078) |
| - Intérêts minoritaires | (19) | (30) | (32) | (4) | (56) | (79) |
| = Résultat net part du groupe | 8 751 | 6 105 | 7 896 | 1 628 | 9 724 | 15 295 |

Source : Rapports annuels

Note* : EBITDA et EBIT sont présentés après capitalisation des coûts de R&D et après impact de la norme IFRS 16

Figure 17 | Bilan économique hors impact de la norme IFRS 16

| en k€ | Déc. 17 <i>Réel</i> | Déc. 18 <i>Réel</i> | Déc. 19 <i>Réel</i> | Déc. 20 <i>Réel</i> | Déc. 21 <i>Réel</i> | Déc. 22 <i>Réel</i> |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| + Ecart d'acquisition | 9 509 | 9 284 | 9 253 | 7 159 | 7 379 | 7 216 |
| + Immobilisations incorporelles | 3 253 | 3 160 | 3 362 | 3 442 | 3 740 | 3 998 |
| + Immobilisations corporelles | 9 881 | 10 111 | 11 011 | 9 676 | 9 459 | 8 795 |
| + Immobilisations financières | 436 | 546 | 397 | 284 | 240 | 253 |
| = Actif immobilisé | 23 079 | 23 101 | 24 023 | 20 561 | 20 818 | 20 262 |
| + Stocks et en-cours | 12 391 | 11 980 | 14 603 | 13 788 | 16 500 | 24 280 |
| + Créances clients | 14 304 | 15 167 | 14 187 | 12 493 | 14 628 | 15 575 |
| - Dettes fournisseurs | (4 213) | (4 861) | (4 447) | (3 737) | (5 807) | (5 642) |
| - Dettes fiscales et sociales | (4 425) | (4 194) | (5 283) | (3 035) | (5 763) | (8 834) |
| + Autres actifs / passifs | 4 432 | 2 171 | 1 739 | 2 467 | 1 492 | 1 538 |
| = Besoin en fonds de roulement | 22 489 | 20 263 | 20 799 | 21 976 | 21 050 | 26 917 |
| + Actifs/Passifs d'impôts différés | 152 | 183 | 350 | 133 | (119) | 751 |
| = Capitaux employés | 45 568 | 43 364 | 44 822 | 42 537 | 41 868 | 47 179 |
| + Capital social ou individuel | 413 | 416 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| + Primes d'émission, de fusion, d'apport | 6 453 | 6 317 | 6 734 | 6 734 | 6 734 | 6 734 |
| + Réserves | 46 037 | 51 179 | 53 110 | 60 426 | 56 861 | 56 569 |
| + Résultat Groupe | 8 751 | 6 105 | 7 896 | 1 628 | 9 724 | 15 295 |
| + Ecart de conversion | 919 | 367 | 468 | (286) | 363 | 759 |
| + Intérêts minoritaires | 165 | 172 | 170 | 159 | 192 | 240 |
| = Capitaux propres | 62 738 | 64 556 | 68 809 | 69 043 | 74 375 | 80 049 |
| + Provisions pour risques et charges | 640 | 1 044 | 1 421 | 1 723 | 1 441 | 1 419 |
| + Emprunts et dettes financières | 3 462 | 3 466 | 2 530 | 1 617 | 903 | 131 |
| - Trésorerie et équivalent de trésorerie | (21 120) | (25 519) | (27 587) | (29 713) | (34 969) | (33 668) |
| = Endettement financier net | (17 170) | (21 192) | (23 986) | (26 506) | (32 506) | (32 869) |
| = Capitaux investis | 45 568 | 43 364 | 44 822 | 42 537 | 41 868 | 47 179 |

Source : Rapports annuels

Figure 18 | Tableau de flux de trésorerie

| en k€ | Déc. 17 <i>Réel</i> | Déc. 18 <i>Réel</i> | Déc. 19 <i>Réel</i> | Déc. 20 <i>Réel</i> | Déc. 21 <i>Réel</i> | Déc. 22 <i>Réel</i> |
|---|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| + Capacité d'autofinancement | 12 904 | 10 496 | 12 394 | 7 429 | 13 614 | 18 784 |
| - Variation du BFR | (3 921) | 2 153 | (568) | (1 654) | 1 603 | (5 576) |
| = Flux de trésorerie lié à l'exploitation (1) | 8 983 | 12 649 | 11 826 | 5 775 | 15 217 | 13 208 |
| - Acquisitions d'immobilisations incorporelles | (1 659) | (1 652) | (1 887) | (1 833) | (2 089) | (2 298) |
| - Acquisitions d'immobilisations corporelles | (3 641) | (2 053) | (2 880) | (887) | (1 616) | (1 551) |
| - Acquisitions d'immobilisations financières | (482) | (134) | (121) | (20) | (1) | (13) |
| + Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles | 457 | 30 | 6 | 75 | 47 | 108 |
| + Cessions d'immobilisations financières | - | - | 33 | 114 | 51 | - |
| + Incidence des variations de périmètre | (3 060) | - | (102) | - | - | (5) |
| = Flux de trésorerie lié à l'investissement (2) | (8 385) | (3 809) | (4 951) | (2 551) | (3 608) | (3 759) |
| + Variation des capitaux propres | (443) | 186 | 313 | - | - | - |
| - Dividendes payés | (6 154) | (5 178) | (4 461) | (14) | (5 819) | (10 048) |
| + Variation des autres actifs et passifs financiers | - | - | - | - | - | (126) |
| + Émission d'emprunts | 3 050 | 1 250 | 1 | - | - | - |
| - Rachat et revente d'actions propres | - | - | 237 | - | - | - |
| - Remboursements d'emprunts | (625) | (751) | (938) | (910) | (715) | (646) |
| = Flux de trésorerie lié au financement (3) | (4 172) | (4 493) | (4 848) | (924) | (6 534) | (10 820) |
| + Incidence des variations de cours des devises | (244) | 52 | 40 | (174) | 179 | 67 |
| = Total variation de trésorerie (4)=(1)+(2)+(3) | (3 818) | 4 399 | 2 068 | 2 126 | 5 256 | (1 301) |

Source : *Rapports annuels*

Annexe 3. Description des sociétés comparables

Figure 19 | Description des sociétés comparables (1/2)

| Société | Pays | Description activité |
|---|---|--|
| <u>Tiers 1 : Impression de cartes / solutions d'identification</u> | | |
| Zebra Technologies |  | Propose des solutions intelligentes dans l'industrie de l'identification automatique et de la capture de données : imprimantes pour étiquettes, bracelets, billets, reçus et cartes en plastique, ainsi que des lecteurs de codes-barres, des caméras de vision industrielle, des tablettes robustes et des produits informatiques mobiles. Fournit également des services de maintenance et de support technique. |
| Mühlbauer |  | Spécialisée dans la production et la personnalisation de cartes intelligentes, de passeports, de cellules solaires et de solutions RFID. Elle offre également des solutions dans la gestion des puces électroniques, la technologie des cellules solaires flexibles et l'inspection de sécurité et industrielle. Elle propose aussi des consommables et accessoires. |
| IDP Corp. |  | Fabrique et offre des imprimantes de cartes d'identification par sublimation pour les applications commerciales et gouvernementales. L'entreprise fournit également des consommables tels que des rubans, des films de sécurité et des kits de nettoyage. Elle sert divers secteurs, dont l'entreprise, l'éducation, la finance, le gouvernement et le contrôle d'accès. |
| Matica Fintec |  | Conçoit, développe, fabrique et commercialise des systèmes d'impression de documents de sécurité. Elle propose des solutions matérielles et logicielles pour l'émission de documents financiers et d'identité numérique, y compris des systèmes de bureau et de courrier, des embosseuses de plaques métalliques, des systèmes en libre-service, et des consommables. |
| <u>Tiers 2 : Autres dispositifs d'impression</u> | | |
| Sato Holdings |  | Fabrique et vend des produits d'étiquetage au Japon et à l'international. Elle propose des imprimantes, des consommables, des solutions basées sur le cloud pour la maintenance préventive, des étiqueteuses manuelles, des services de maintenance, et des solutions logicielles. La société dessert divers secteurs, dont la santé, la logistique, l'éducation. |
| TSC Auto ID |  | Fabrique et commercialise des imprimantes à codes-barres et des accessoires associés pour l'industrie de l'identification automatique à l'échelle mondiale. Elle propose une gamme d'imprimantes, de solutions RFID, de logiciels et d'étiquettes adaptées à divers secteurs tels que la santé, la logistique, la vente au détail, l'hôtellerie et l'automobile. |
| Bixolon Co. |  | Fabrique des solutions d'impression pour appareils mobiles et fixes, notamment des imprimantes POS, d'étiquettes et mobiles, et les commercialise sous la marque BIXOLON. La société propose des solutions pour divers secteurs tels que la vente au détail, les soins de santé, la fabrication, l'hôtellerie, le transport et la logistique, ainsi que le gouvernement. |
| Godex |  | Conçoit, fabrique et vend des produits d'impression de codes-barres dans le monde entier. Elle propose une gamme d'imprimantes de bureau, industrielles et mobiles, ainsi que des accessoires et des rubans d'impression. Elle fournit également des logiciels de conception et d'impression d'étiquettes sous différents noms. |

Source : sites sociétés

Figure 20 | Description des sociétés comparables (2/2)

| Société | Pays | Description activité |
|---|---|--|
| Tiers 3 : Impression bureau / grand public | | |
| HP |  | Opère à travers trois segments : Systèmes personnels, Impression, et Investissements corporatifs. Le segment Systèmes personnels comprend des ordinateurs de bureau et portables, des stations de travail, et des solutions de visioconférence, tandis que le segment Impression se concentre sur les matériels d'impression grand public et commercial. |
| Canon |  | Fabrique et vend des dispositifs multifonctions de bureau, des imprimantes, des appareils photo, des équipements médicaux et des équipements de lithographie. Elle opère à travers plusieurs segments, dont les plus importants sont l'imagerie et l'impression, consitués des appareils photo, des imprimantes multifonctions et des équipements médicaux. |
| Ricoh |  | Propose des solutions pour les bureaux, l'impression commerciale et d'autres besoins connexes. L'entreprise opère dans plusieurs segments, notamment les services numériques et les produits numériques, proposant une large gamme de produits comprenant des imprimantes multifonctions, des imprimantes laser, des télécopieurs, des scanners et des services associés. |
| Seiko Epson |  | Développe, fabrique et vend des produits et services dans les domaines des solutions d'impression, des communications visuelles, de la fabrication et des articles portables. L'entreprise opère via trois segments : Solutions d'impression (imprimantes, scanners, etc.), Communications visuelles (projecteurs 3LCD, lunettes intelligentes) et articles portables. |
| Brother |  | Fabrique et vend des équipements de communication et d'impression. Elle opère à travers plusieurs segments, notamment l'impression (imprimantes jet d'encre, laser, scanners), la machinerie (machines à coudre industrielles, machines-outils), Domino (codage et marquage), Nissei (réducteurs de vitesse), Personnel & Maison, et Réseau & Contenu. |
| Xerox |  | Conçoit, développe et vend des systèmes et solutions de gestion de documents : imprimantes, photocopieurs, presses d'impression numérique et services de gestion de documents numériques. Elle propose également des services et appareil informatiques pour les utilisateurs finaux, des logiciels autonomes, des solutions de communication, ainsi que des services gérés. |
| Toshiba Tec |  | Toshiba Tec Corporation, filiale de Toshiba Corporation basée à Tokyo, se spécialise dans le développement, la fabrication et la maintenance de solutions pour le commerce de détail et le lieu de travail. Elle propose à travers le monde entier des systèmes de point de vente, des imprimantes, des périphériques, des écrans, ainsi que des logiciels de gestion. |

Source : sites sociétés

Annexe 4. Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle

La **Figure 21** présente une analyse de la sensibilité de la valeur par action (i) au taux d'actualisation et (ii) au taux de croissance perpétuelle.

Figure 21 | Analyse de sensibilité – Coût du capital et taux de croissance perpétuelle

| <u>Scénario Bas</u> | | Valeur par action | | | | |
|------------------------|--------|--------------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | | Taux de croissance perpétuelle | | | | |
| | | 1,75 % | 2,00 % | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % |
| Coût du capital | 8,25 % | 34,0 € | 34,5 € | 35,0 € | 35,6 € | 36,2 € |
| | 8,50 % | 33,2 € | 33,6 € | 34,0 € | 34,5 € | 35,1 € |
| | 8,75 % | 32,4 € | 32,7 € | 33,2 € | 33,6 € | 34,1 € |
| | 9,25 % | 30,9 € | 31,2 € | 31,6 € | 31,9 € | 32,3 € |
| | 9,75 % | 29,6 € | 29,9 € | 30,2 € | 30,5 € | 30,8 € |

| <u>Scénario Haut</u> | | Valeur par action | | | | |
|------------------------|--------|--------------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | | Taux de croissance perpétuelle | | | | |
| | | 1,75 % | 2,00 % | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % |
| Coût du capital | 8,25 % | 37,5 € | 38,1 € | 38,8 € | 39,5 € | 40,3 € |
| | 8,50 % | 36,5 € | 37,0 € | 37,6 € | 38,3 € | 39,0 € |
| | 8,75 % | 35,5 € | 36,0 € | 36,6 € | 37,1 € | 37,8 € |
| | 9,25 % | 33,8 € | 34,2 € | 34,7 € | 35,1 € | 35,7 € |
| | 9,75 % | 32,3 € | 32,6 € | 33,0 € | 33,4 € | 33,8 € |

Source : Analyses Accuracy