

Valorisation des BSA 2020 à émettre par ARTEFACT pour souscription par ses managers

Rapport d'expertise indépendante établi par la société Aether Financial Services relatif à la valorisation effectuée en date du 14 mai 2020

ARTEFACT (ou la « Société ») a soumis au vote de son assemblée générale extraordinaire en date du 25 juin 2020 des résolutions à caractère extraordinaire lui permettant de déléguer au Conseil d'administration la compétence d'émettre des bons de souscription d'actions (les « BSA 2020 ») avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ses deux co-fondateurs, et d'une catégorie de personne déterminée. Aether Financial Services a été mandatée par la Société en tant qu'expert indépendant chargé d'établir une valeur de marché de ces BSA 2020, préalablement à la publication de l'avis de réunion de l'assemblée générale des actionnaires de la Société appelée à se prononcer sur leur émission et convoquée pour le 25 juin, et de préparer un rapport sur l'appréciation des éléments de cette valorisation, mis à disposition des actionnaires de la Société le 10 juin 2020 (la « Mission »). Ce rapport d'expertise est établi en application de l'article 261-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), mais ne constitue toutefois pas une attestation d'équité au sens des articles 262-1 et suivants du Règlement général.

1. Présentation de Aether Financial Services

Aether Financial Services est une société spécialisée dans les services d'agency et de valorisation pour les instruments financiers, dont le siège social est à Paris.

Ses services d'agency visent à assister les émetteurs et les investisseurs dans les aspects administratifs et techniques de leurs opérations financières, en assurant notamment les rôles d'agent administratif, de représentant de la masse, d'agent des sûretés, d'agent de closing et d'agent de calcul.

Les services de valorisation offerts par Aether Financial Services s'adressent à l'ensemble des instruments financiers couverts ou non par ses services d'agency (dette, dérivés et structurés, equity). Aether Financial Services intervient pour fournir des valorisations périodiques d'instruments financiers (fréquences allant de journalière à annuelle) et des valorisations d'expertise. Pour ses services de valorisation, la société s'appuie sur une équipe et des moyens techniques dédiés, des sources de données de marché usuelles (Bloomberg, Factset, Factiva).

La société est présente en France et au Royaume-Uni. Elle intervient pour le compte de plus de 400 émetteurs et investisseurs répartis sur toute l'Europe. Elle bénéficie d'une certification ISO 9001 de ses activités d'agency. Son capital est détenu par son management.

2. Indépendance

Aether Financial Services n'a jamais été mandaté par ARTEFACT, ni par ses actionnaires, pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Elle atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur, connu d'elle, avec les personnes concernées par l'émission des BSA 2020 et leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la Mission.

3. Missions d'expertise indépendantes réalisées au cours des 12 derniers mois

Aether Financial Services a effectué au cours du mois de décembre 2019 une mission d'expertise indépendante pour le compte de la société Réalités (ALREA – Euronext Paris), relativement à la valorisation d'une obligation émise par une filiale de la société et souscrite par son FCPE.

4. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers

Aether Financial Services n'adhère, à ce jour, à aucune association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'Article 263-1 de son Règlement général.

Aether Financial Services suit des procédures préétablies destinées à protéger son indépendance et éviter les situations de conflit d'intérêts, ainsi qu'à contrôler sur chaque mission la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

5. Diligences effectuées

La présente mission a été menée par Aether Financial Services et s'est déroulée entre le 30 avril et le 10 juin 2020, date de remise du présent rapport.

L'équipe affectée à la mission est composée de :

- Henri-Pierre Jeancard (53 ans) – Ingénieur Ecole Nationale des Travaux Publics de l'Etat et Ecole Nationale de la Statistique et de l'Administration Economique, Master of Science de la Sloan School of Management du Massachusetts Institute of Technology – dirige les activités de calcul et valorisation de Aether Financial Services et réalise régulièrement des missions d'évaluation d'instruments financiers.
- Paul Pelletier (27 ans) – Master en Ingénierie Statistique et Financière de l'Université de Paris Dauphine – réalise des missions d'évaluation et de modélisation financière.

Elle a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Acceptation de la Mission
- Collecte et prise de connaissance des informations sur la Société, l'émission envisagée
- Analyse financière et discussions sur la situation financière et les perspectives de la Société
- Examen des termes et conditions envisagés des BSA 2020
- Diligences nécessaires dans le cadre de la Mission
- Elaboration de la méthodologie de valorisation et conclusion sur la valorisation des BSA 2020
- Rédaction du présent rapport

Il est important de noter que, conformément à la pratique dans le domaine des expertises indépendantes, Aether Financial Services n'a pas procédé à un audit des données qui lui ont été transmises, et s'est limité s'agissant des données prévisionnelles à en vérifier la cohérence et la pertinence au travers d'entretiens avec les dirigeants d'ARTEFACT et par recoupement d'informations.

6. Liste des documents mis à disposition

Les principaux documents communiqués à Aether Financial Services par ARTEFACT ses conseils, aux fins de l'exécution de la Mission, sont les suivants :

- Statuts de la Société 2019 et 2020
- Présentation au conseil d'administration du 18/12/2019 (budget 2020)
- Cotation Banque de France 2019
- Rapport annuel 2019
- Rapport d'analyse ID Midcap 28/11/2019
- Rapport d'analyse Invest Securities 02/12/2019
- Rapport d'analyse Gilbert Dupont 24/04/2020
- Calculs des plafonds d'émission et d'autorisation pour les résolutions d'AG 2020

Pour les données de marché nécessaires à l'évaluation, notamment l'appréciation de ses paramètres, Aether Financial Services s'est appuyé sur les bases de données financières dont elle dispose. En outre, Aether Financial Services a eu recours à plusieurs documents et textes publics, tels des publications de recherche, citées infra.

7. Interlocuteurs rencontrés

Dans le cadre de la Mission, Aether Financial Services a rencontré et échangé avec les représentants d'ARTEFACT ainsi qu'avec ses conseils juridiques :

Pour ARTEFACT :

- Monsieur Guillaume de Roquemaurel, Directeur Général
- Monsieur Benjamin Hartmann, Directeur Financier

Pour le cabinet d'avocat LPA CGR :

- Maître Philippe Raybaud, Avocat Associé / Partner
- Maître Thierry Lantaires, Avocat
- Maître Aude Cassaigne, Avocat

8. Rémunération perçue

Les honoraires pour la Mission se sont élevés à 22.000 euros HT

9. Contexte et présentation d'ARTEFACT

ARTEFACT est une société anonyme au capital de 3.302.770 euros, divisé en 33.027.700 actions de 0,1 euro de nominal, dont le siège social est sis 19 rue Richer, Paris 9^e, immatriculée au Registre du commerce des sociétés de Paris sous le numéro 418 267 704.

ARTEFACT est une société internationale spécialisée dans le digital et la data, au service de grands comptes. Son offre se décline dans une approche conseil autour de la gestion et l'exploitation des données commerciales et opérationnelles de l'entreprise, d'une part, et la mise en œuvre de la donnée dans une démarche de marketing et média. Ses clients sont des grands groupes répartis sur une variété de secteurs tels que la distribution, l'immobilier, les services financiers, le voyage et le tourisme, l'automobile, les médias et les loisirs, les cosmétiques, les télécoms, l'énergie et les services.

La Société est présente dans les principaux pays européens (France, RU, Allemagne, Espagne, Pays-Bas), l'Asie et le Moyen-Orient (Dubai, Malaisie, Singapour, Hong Kong, Chine).

ARTEFACT a été créée par Guillaume de Roquemaurel, Vincent Luciani et Philippe Rolet, dans le conseil et la data. Elle a connu rapidement une forte croissance et fusionné avec la société Netbooster (activation média et création) à l'été 2017, dont elle a définitivement pris le contrôle en 2018 tout en conservant la cotation sur Euronext Paris de cette dernière. La Société a réalisé début 2018 une augmentation de capital par placement privé au prix unitaire de 3 € par action pour un montant total de 15,47 millions d'euros.

Le management visait à horizon 2020 une marge brute supérieure à 100 millions d'euros (53,5 millions d'euros en 2017 pro-forma) et une marge d'EBITDA entre 10% et 15% (3,6% en 2017). Cette forte croissance devait être alimentée par (i) la poursuite d'une solide dynamique de l'activité Conseil en France, (ii) l'exportation de l'activité Conseil dans les pays dans lesquels opérait Netbooster et (iii) la redynamisation de l'activité Média grâce aux synergies avec l'activité Conseil. En termes de séquence, le 1^{er} levier devait assurer la dynamique de croissance en 2018, avant que les deux autres ne prennent le relais sur 2019-2020. Un fort ralentissement de l'activité Conseil en France sur la fin de 2019, et surtout les difficultés à redynamiser l'activité Média ont conduit le management, fin 2019, à décaler de deux ans ses objectifs initiaux. En 2019, la Société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 66,2 millions d'euros pour une marge d'EBITDA de 3,6%, vs. 60 millions d'euros en 2018 et 3,8% de marge d'EBITDA. Le cours d'ARTEFACT terminait l'année 2019 à un niveau de 1,35 euro par action.

L'analyse par le management des faiblesses actuelles de la Société, sur lesquelles travailler pour présenter à terme un profil susceptible de générer l'intérêt d'acquéreurs, peut être résumée comme suit : (a) image de « deux entreprises en une » (Media vs. Data), évoluant sur des trends différents de croissance, (b) rentabilité insuffisante de l'ensemble, (c) dispersion pays et difficultés d'intégration.

Face à ce constat, au contexte de perspectives abaissées, et à la baisse concomitante du cours depuis la fusion avec Netbooster (passé de 3 euros au S2 2017 à moins de 1 euro depuis le début 2020...), il s'est avéré nécessaire de mener une réflexion sur les moyens de stabiliser et motiver les équipes. Celle-ci a abouti au choix de la mise en place d'un plan d'incentive substantiel, constitué d'un volant d'attribution d'actions gratuites visant un public relativement élargi dans l'entreprise, et de bons de souscription d'actions conditionnés pour le management. Ces derniers sont conçus pour aligner les intérêts des managers et des actionnaires investisseurs, en centrant l'incentive sur l'aboutissement à horizon 3 ans d'un processus de cession, lequel suppose de réussir le travail de réorganisation et d'accroissement important de la rentabilité.

10. Caractéristiques des BSA 2020

Les principales caractéristiques des BSA 2020 sont comme suit :

Emetteur :	ARTEFACT.
Prix d'exercice :	1 euro.
Nombre :	20 000.
Détention et transfert :	Détenus aux nominatifs, librement transférables.
Date d'émission :	A la discrétion du Conseil d'Administration.
Maturité :	25 juin 2023.

Droit applicable :	Droit français.
Conditions d'exercice :	Conditionné à l'occurrence d'un dépôt, annonce d'intention de dépôt ou obligation de dépôt d'une offre publique avant le 25 juin 2023.
Nombre d'actions auquel un BSA 2020 donne droit :	Dans le cas de la réalisation de la condition d'exercice, et d'un prix d'offre PO supérieur à 2 euros, chaque BSA 2020 donne droit à $100 \times (PO - 2)$ actions, dans la limite de 175 actions.
Bénéficiaires :	MM Guillaume de Roquemaurel (1/3), Vincent Luciani (1/3) ainsi que des managers de l'entreprise.
Protection des titulaires :	En cas de division de la valeur nominale des actions ordinaires de la Société, de regroupement d'actions ou autre opération sur le capital de la Société nécessitant un ajustement mécanique de ces éléments. Les titulaires des BSA 2020 bénéficient en tout état de cause de la protection prévue par les dispositions légales et réglementaires et notamment par les articles L.228-98 et suivants et l'article L.228-103 du Code de commerce.

11. Calendrier et méthodologie

Le Conseil d'administration ayant arrêté les modalités des BSA 2020 s'est tenu le 11 mai 2020. La valeur de marché et le prix de souscription du BSA 2020 a été définitivement arrêtés le 14 mai, préalablement à la publication le 20 mai de l'avis de réunion de l'assemblée générale des actionnaires de la Société appelée à se prononcer sur leur émission et convoquée pour le 25 juin. Les caractéristiques des BSA 2020 (en ce compris leur prix de souscription) sont précisées dans l'avis de réunion de l'assemblée générale du 25 juin, publié le 20 mai. Le principe de cette émission, ainsi que ses modalités, n'étaient pas connus du public avant cette publication.

Le présent rapport décrit les éléments ayant permis de conclure à cette valorisation. L'ensemble des paramètres et des raisonnements qui suivent sont établis au 14 mai 2020 post clôture.

La Société étant cotée, et le BSA 2020 étant un instrument de marché, la valorisation s'appuie en premier lieu sur les paramètres de marché (historique de cours, volatilité).

La valorisation s'appuie également sur les éléments financiers publiés par la Société et le business plan de la Société, élaboré par Aether Financial Services sur la base des informations prospectives dont elle a eu communication. Ces dernières ont été établies préalablement à l'occurrence de l'épidémie de Covid 19. Leur pertinence et les extrapolations qui en sont faites sont à apprécier dans un contexte particulièrement incertain à la date d'établissement de la valorisation.

Enfin, il importe de tenir compte de deux paramètres importants, eu égard à la condition d'exercice particulière des BSA 2020 : la probabilité qu'une offre publique intervienne dans les délais prévus et les conditions dans lesquelles elle s'effectuerait.

L'approche de valorisation adoptée est dès lors structurée en trois étapes :

1. Analyse de la condition d'aboutissement d'un processus de cession et de ses conditions
 - Probabilité d'échec du processus
 - Conditions (multiples, prime)
 - Dilution et impacts
2. Valorisation à titre principal par modèle de calcul optionnel « de marché »
 - Estimation des paramètres : cours de référence, volatilité
 - Résultats de la modélisation
3. Valorisation à titre confirmatoire par modélisation du Business plan
 - Mise en place de scénarios indépendants d'évolution 2020-2022
 - Calcul de la valeur de l'action induite (multiples) et du gain d'exercice du BSA
 - Scénarios probabilisés : calcul de l'espérance de gain

12. Mise en œuvre et résultats

12.1. Analyse de la condition d'aboutissement d'un processus de cession et de ses conditions

L'analyse du management sur les conditions de la réussite d'un futur processus de cession est sans ambiguïté : la Société doit parachever sa fusion, se concentrer sur les pays les plus importants, et retrouver une rentabilité suffisante. Il s'agit là d'une transformation substantielle, susceptible de mobiliser les efforts du management sur plusieurs années, dont la réussite éventuelle se traduira vraisemblablement en termes de progression du cours de bourse.

Cette analyse semble étayée par le faible niveau de rentabilité de la Société par rapport à ses comparables : marge d'EBITDA 2019 de 3% vs. 13% en moyenne chez ces derniers (voir liste infra).

A supposer que la Société parvienne à remplir les critères d'un bon candidat à la vente, il convient de se demander quelle serait néanmoins la probabilité qu'un tel processus de cession n'arrive pas à son terme ou n'arrive pas à son terme dans les délais (juin 2023). Et, s'il y arrivait, quelles seraient le multiple d'EBITDA et la prime sur cours de bourse susceptibles d'être proposés.

Concernant l'estimation de la probabilité qu'un processus de cession n'arrive pas à son terme, deux sources sont utilisées : des travaux de recherche, savoir ceux du cabinet McKinsey & Company dans son étude de 2017 « *Done deal ? Why many large transactions fail to cross the finish line* » et par la société Intralinks dans son étude de 2019 « *Abandoned Acquisitions why do some deals fail to complete ?* », d'une part, et l'interview de professionnels des fusions-acquisitions sur leurs statistiques usuelles de taux d'échec, d'autre part.

L'étude McKinsey & Company considère un échantillon de 2.500 transactions de sociétés de chiffre d'affaires supérieur à 1 milliard d'euros, entre 2013 et 2018. Pour les plus petites d'entre elles, le pourcentage de processus de cession ayant pris fin prématurément est d'environ 10%, le pourcentage concernant le secteur des « *Communication services* » est toutefois de 18,8%.

L'étude Intralinks s'appuie sur un échantillon de 78.000 transactions entre 1992 et 2016, annoncées publiquement. Le taux d'échec pour les sociétés cotées est en moyenne de 11,1% mais varie en fonction des épisodes de crise (période 2008-2009 : taux de 16%), et augmente en l'absence de *termination fee* de près de 2,5%.

L'interview de plusieurs professionnels des fusions-acquisitions conduit aux retours suivants :

- Le taux d'échec dépend des secteurs et des caractéristiques de la cible. Au global, au moins un quart des opérations n'aboutissent pas (25% de taux d'échec) et il n'est pas rare de voir 2 mandats ne pas donner lieu à réalisation (y compris dans les délais), sur un portefeuille de 5 (donc un taux d'échec potentiel de 40%).
- Les opérations de cessions ont d'avantage tendance à aller jusqu'à leur conclusion, mais dans un calendrier différent de celui envisagé.
- La réussite de la cession dépend beaucoup de la période et du positionnement (marchés bien orientés, société sur un créneau porteur).
- Il est plus difficile de mettre fin à un processus de cession devenu public qu'à un processus encore privé, de sorte que le taux d'échec en incluant les opérations interrompues en amont de la publicité est plus élevé qu'il n'y paraît sur la seule base des processus rendus publics.

En conclusion : le taux d'échec global d'un processus de cession (y compris sa réalisation hors calendrier envisagé) semble pouvoir être situé dans une fourchette 20-40%, la variabilité s'expliquant notamment par les conditions de marché. Un niveau médian de **25% de probabilité d'échec ou d'aboutissement hors délais d'un processus de cession, dès lors que celui-ci serait effectivement initié**, plutôt en bas de fourchette, est retenu.

Concernant les conditions de multiples et de prime pouvant raisonnablement être attendus en cas d'offre aboutissant dans les délais :

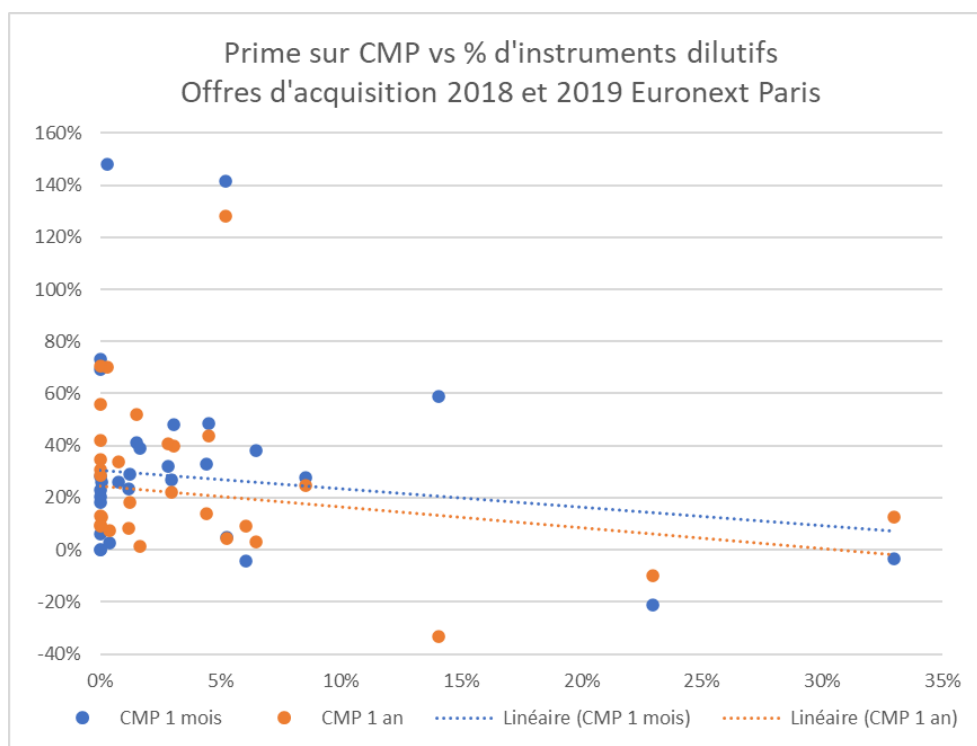
Multiples :

- L'Indice Argos Mid-Market fournit un indicateur des multiples transactionnels moyens de l'EBITDA publié, observés pour des sociétés de taille moyenne. Celui-ci s'établit à 9,3x au T1 2020, après un plus haut historique fin 2019. Il évolue entre 6x et 9x sur la période 2005-2018. Un niveau à moyen terme de 8-9x paraît raisonnablement optimiste.
- L'étude d'un échantillon de sociétés comparables permet d'observer les multiples boursiers d'EBITDA et chiffre d'affaires (ou marge brute). Cet échantillon est constitué des sociétés 1000 Mercis, HighCo, Antevenio, Critéo, Solocal d'une part, et de sociétés de référence du secteur media digital à savoir Publicis, WPP et Omnicom d'autre part, toutes sélectionnées par Aether Financial Services. Sur la base des cours observés lors de la publication des résultats concernés, les multiples d'EBITDA pour les exercices 2017 et 2018 sont respectivement de 6-7x pour le premier sous-échantillon et 7,5-8x pour le second. Les multiples de chiffre d'affaires (ou marge brute) sont entre 0,75 et 0,95x pour le premier et 1,19 à 1,32x pour le second. Les multiples de chiffre d'affaires (ou marge brute) et d'EBITDA 2019 ne sont pas retenus, car les cours servant à les calculer correspondent à des dates de publication des résultats annuels situés pour une bonne partie (notamment pour le premier sous-échantillon) pendant la période d'occurrence de l'épidémie de Covid et sont par conséquent inhabituellement bas. Les multiples prospectifs (sur la base du consensus de prévision des analystes, aux mêmes dates) ressortent à un peu moins de 7x l'EBITDA et 0,70x le CA à horizon 2021 pour le premier sous-échantillon, 6x l'EBITDA et 1,03x le CA pour le second. Notons que le multiple de marge brute d'ARTEFACT 2018 s'établissait à 0,93x alors que celui d'EBITDA était non-significatif (marge d'EBITDA 2018 de 3,8%).

- En conclusion, dans un contexte d'offre, un **multiple d'EBITDA 2022 autour de 8x** pourrait être justifié (multiple transactionnel de 8-9x pour des sociétés moyennes ; prime modérée sur multiple boursier de 6-7x ne conduisant pas à dépasser le niveau de multiples des sociétés de référence, également acquéreurs potentiels). Le **multiple de marge brute associé** pourrait être aux alentours de **0,90x** (impliquant une marge d'EBITDA de près de 11% en 2022)

Prime d'offre :

- Les offres publiques sur Euronext Paris ont fait ressortir un niveau de prime par rapport au dernier cours de bourse de près de 20% sur la période 2014-2018, selon l'étude EY / 10^{ème} Observatoire des offres publique.
- L'examen de l'échantillon sur l'année 2018, en excluant les OPRA et OPR, non pertinentes pour le sujet, fait ressortir une prime moyenne de 22,5% et 18,5% sur les cours moyens pondérés 1 mois et 1 an. L'examen des offres 2019 montre que ces primes moyennes passent à 34% et 25,9% respectivement, en relation avec le pic de valorisation observé avec l'Indice Argos Mid-Market en 2019. Au global sur les deux dernières années, les primes observées seraient en moyenne de 29% et 22% respectivement, soit un niveau inhabituellement élevé.
- En introduisant, dans l'échantillon ci-dessus, le paramètre de pourcentage de dilution associé aux instruments dilutifs (actions gratuites, stock-options, BSA...) présents chez les cibles au moment de l'offre, il ressort que la prime d'offre est tendanciellement plus faible en présence d'un pourcentage de dilution plus important. Le niveau de prime observé pour une dilution de l'ordre de 10-20% se situerait dans une fourchette 10-20% (cf. droites de régression infra). Cette fourchette de prime est par ailleurs probablement inhabituellement élevée étant donné le pic de valorisation observé en 2019, de sorte que le niveau de prime d'offre en présence d'une dilution importante de l'ordre de 20% devrait plutôt être attendu en bas de fourchette, toutes choses égales par ailleurs.



Source : Observatoire des offres publiques E&Y, documents d'offre publique

- Dans ce contexte, il convient aussi d'analyser la dilution potentielle associée aux différents instruments alloués aux équipes d'ARTEFACT, à laquelle l'initiateur d'une offre pourra être confronté. La compilation des différents instruments et du nombre d'actions maximum auxquels ceux-ci pourraient donner droit représente une dilution de 27% actuellement.

Capital au 31/12/19	33 027 700
Instruments dilutifs	Nombre maximum d'actions ordinaires associées
AGA en cours d'acquisition	638 004
AGA à attribuer	2 745 000
ADP 2	2 044 055
Total hors BSA 2020	5 427 059
<i>Dilution correspondante en %</i>	<i>16,4%</i>
BSA 2020	3 500 000
Total inclus BSA 2020	8 927 059
<i>Dilution maximale en %</i>	<i>27,0%</i>

- Cette dilution maximum importante est à pondérer à plusieurs titres, dans l'optique de l'extrapoler à horizon 2023 :
 - o Les AGA à attribuer pourraient ne pas l'être intégralement, nonobstant les indications reçues qu'une quantité importante le seraient à l'issue de l'AG du 25 juin.
 - o Les ADP 2 pourraient ne pas être converties dans leur ratio maximum. Le rapport annuel 2019 de la Société indique d'ailleurs que le nombre estimé d'actions ordinaires à émettre au 31/12/2019 par conversion des ADP 2 sur la base des chiffres du nouveau plan stratégique 2022 communiqué en octobre 2019 serait de 977.386.
 - o Un certain nombre de ces instruments seront déjà incorporés au capital en 2023
 - o Le nombre d'actions à provenir des BSA 2020 pourrait être inférieur à 3,5.
 - o Toutefois, même en cas de dilution associée aux BSA 2020 limitée, le pourcentage de dilution devrait néanmoins rester élevé aux alentours de 15-20% du capital actuel. Ce niveau de dilution semble structurel pour ARTEFACT, car lié à son profil et au mode de rétention de ses équipes, à travers un recours important aux instruments dilutifs.
- En conclusion, il est raisonnable d'anticiper que la dilution potentielle à laquelle un acquéreur sera confronté restera substantielle et que, dans ces conditions, le niveau de **prime d'offre de 10%** (bas de fourchette supra) est adapté.
- Il est au surplus nécessaire de prendre en compte la dilution à provenir des instruments ci-dessus dans la mise en œuvre des méthodes de valorisation : le capital de la Société aura vraisemblablement augmenté d'ici 2023 du fait des attributions d'actions gratuites et de la conversion des ADP2 ; il y aura sans doute eu d'autres plans d'actions gratuites dans l'intervalle. Il est ainsi fait l'hypothèse que le capital social se sera accru d'un minimum de **2,5 millions actions d'ici 2023**, provenant (a) de l'acquisition des actions gratuites en cours d'acquisition pour un peu plus de 0,6 millions d'actions (b) de l'acquisition de 1,5 millions d'actions gratuites octroyées postérieurement à l'AG du 25 juin (source : indications données par le management de la Société), et de la conversion des ADP 2 en la moitié de ce qui est attendu dans l'hypothèse de la réalisation du plan stratégique 2022, à titre conservateur. La prise en compte de l'impact dilutif de l'exercice des BSA 2020 s'ajoute. La dilution potentielle supplémentaire à laquelle sera confrontée un acquéreur en 2022, du fait de nouveaux plans d'actions gratuites, n'est cependant pas prise en considération.

12.2. Valorisation à titre principal par modèle de calcul optionnel « de marché »

La méthode principale adoptée par Aether Financial Services est basée sur une modélisation de type Black-Scholes (log-rendements de l'action suivent une loi de probabilité normale en temps continu, absence d'opportunité d'arbitrage) de la dynamique du prix de l'action de la Société sur l'horizon d'exercice des BSA 2020 (2,5 à 3 dans les hypothèses retenues). Les paramètres définissant cette dynamique incluent le niveau de cours de l'action à la date de valorisation, le taux de rendement sans risques (étant donné le contexte actuel de taux nuls ou quasi-nuls, celui-ci est pris égal à zéro) et le taux de dividende (pris égale à zéro en l'absence d'historique de dividende), et la volatilité du cours de l'action. La volatilité est déterminée à partir des volatilités historiques quotidiennes calculées sur 3 ans d'historique de cours, annualisées. Cela en l'absence d'options cotées ayant pour sous-jacent l'action ARTEFACT, ne permettant pas de déterminer une volatilité implicite.

Une fois la dynamique du prix de l'action définie, le gain associé à un BSA 2020 est déterminé (formule ci-dessous), et il est procédé à la simulation d'un grand nombre de trajectoire du cours de bourse de l'actions grâce à la dynamique définie plus haut. Ces trajectoires simulées vont permettre d'estimer l'espérance de gain associé à un BSA 2020 grâce à l'estimateur Monte-Carlo ainsi défini :

$$E[\exp(-r \times t) \times 100 \times \text{MIN}(1,75 ; (P_0 - 2)^+) \times (P_0 - 1)^+]$$

Avec :

- t horizon de l'offre publique, pris égal à 2,5 et 3 ans (cf. infra)
- P_0 le prix auquel est libellé l'offre publique
- r le taux sans risque, pris égal à 0

L'estimation de P_0 suppose de tenir compte du nombre d'actions objet de l'offre au moment de l'exercice du BSA 2020 afin de tenir compte de la dilution : somme des actions existantes (en ce compris celles issues des instruments dilutifs type actions gratuites, pris égal à 2,5 millions – cf. supra) et de celles à provenir de l'exercice du BSA 2020. Cette estimation s'avère complexe, ce nombre dépendant lui-même de P_0 à travers les caractéristiques des BSA 2020. L'approche adoptée consiste à effectuer deux calculs et à prendre la moyenne de leurs résultats : l'un avec une dilution maximale en considérant 3,5 millions d'actions créées par exercice des BSA 2020 ; l'autre avec dilution minimale en considérant 0 actions issues des BSA 2020.

Le modèle de diffusion n'intègre pas intrinsèquement de prise en compte de prime d'offre. L'approche retenue consiste à multiplier les cours obtenus (diffusion de l'équation différentielle stochastique) par un facteur $1 + \text{prime}$. Il convient de noter que cette approche abaisse le niveau de cours à partir duquel les BSA 2020 sont « activés », par effet d'une offre, à $2 / (1 + \text{prime})$ soit 1,82 euros (prime de 10%).

Concernant les paramètres de marché :

- Cours de l'action ARTEFACT :

14/05/2020	Cours (€)	Rotation du capital (%)
Clôture	0,73	0,27%
Moyenne 3j	0,78	0,24%
Moyenne 5j	0,82	0,52%
Moyenne 10j	0,77	0,32%
Moyenne 20j	0,76	0,27%
Moyenne 40j	0,73	0,24%
Plus haut 40j	0,90	1,49%
Plus bas 40j	0,61	0,01%
Mediane haut-bas 40j	0,76	

La liquidité du titre n'est pas anormale, avec une rotation du capital annuelle de 75-80%. La Société est suivie par plusieurs bureaux d'analyse. Le cours peut par conséquent être considéré comme reflétant correctement les anticipations du marché sur les perspectives de la Société.

Compte tenu des niveaux observés le 14 mai, la fourchette retenue pour le cours de l'action est de **0,73-0,83** euro, centrée autour de 0,78 euros (moyenne 3 jours le 14 mai).

- Volatilité du cours de l'action :

Il n'existe pas de marché d'option cotées, ayant pour sous-jacent l'action ARTEFACT, permettant de déterminer une volatilité implicite. La volatilité est donc estimée à partir de l'historique des rendements du cours. L'hypothèse sous-jacente étant que la volatilité anticipée par le marché est égale à la volatilité historique. Cette volatilité historique est déterminée à partir de données historiques portant sur les 3 dernières années, en cohérence avec l'horizon d'exercice des BSA 2020.

Pour déterminer cette volatilité historique, 2 approches différentes sont utilisées. La première s'attache à l'écart-type des log-rendements des niveaux de cours, calculée sur une fenêtre historique de 750 jours (3 ans). Ce dernier ressort en moyenne à 41% sur l'année 2020 (jusqu'au 14 mai), en hausse marquée par rapport au niveau historique de 30-35%.

Ecart-type des log-rendements quotidiens annualisés			
Niveau moyen			
Fenêtre de calcul : 750 jours de bourse			
Année 2017			31%
Année 2018			33%
Année 2019			36%
2020 jusqu'au 14/5			41%

La seconde méthode est basée sur la distribution des rendements : la volatilité correspond à la fourchette dans laquelle le taux de rendement annuel continument composé est compris les deux tiers du temps. Cette fourchette ressort à -33/+30% au 14 mai 2020, en hausse également marquée par rapport au niveau historique. Elle s'établit auparavant entre 25 et 30%, avant d'augmenter en 2019 et 2020 avec (a) les résultats moins satisfaisants de la Société et (b) les conditions de marché exceptionnelles rencontrées au T2 2020.

Distribution des rendements quotidiens annualisés			
Niveau fin de période			
Fenêtre de calcul : 750 jours de bourse			
		Seuil 1/6e inf	Seuil 1/6e sup
fin 2017		-23%	23%
fin 2018		-28%	25%
fin 2019		-30%	25%
14-mai-20		-33%	30%

En synthèse des deux approches, la première indiquant un niveau historique de volatilité 3 ans de 30-35%, passé exceptionnellement à plus de 40% sur la première partie de 2020, la seconde un niveau historique de 25-30%, passé exceptionnellement à plus de 30%, un **niveau médian de 35% de volatilité prospective 3 ans** est retenu avec une **fourchette 32,5-37,5%**.

Les résultats obtenus pour la valeur unitaire du BSA 2020 selon cette approche sont comme suit :

Cours	Volatilité	t = 2,5	t = 3
0,73	32,5%	0,69	1,24
	35,0%	1,11	1,89
	37,5%	1,69	2,76
0,78	32,5%	1,01	1,74
	35,0%	1,58	2,56
	37,5%	2,31	3,56
0,83	32,5%	1,44	2,38
	35,0%	2,16	3,41
	37,5%	3,06	4,62

La valeur obtenue pour le BSA 2020 est comprise dans une fourchette élargie de 0,69-4,62 euros, si l'on considère les bornes extrêmes de l'ensemble des paramètres (cours de référence, volatilité, horizon d'exercice). La fourchette sur les valeurs médianes de volatilité et de cours de l'action ARTEFACT (35% et 0,78 euros) s'établit à 1,58-2,56 euros, selon l'horizon temporel, avec une valeur moyenne de 2,07 euros, arrondie à **2,10 euros**.

12.3. Valorisation à titre confirmatoire par modélisation du business plan

La méthode secondaire permettant d'apporter un éclairage critique sur les résultats obtenus avec la première est basée la modélisation du business plan de la Société : mise en place de scénarios indépendants d'évolution, par trimestre pour 2020, semestre pour 2021, et annuel pour 2022, et de leur probabilité associée ; calcul de la valeur de l'action induite (multiples) et du gain d'exercice en 2023 du BSA 2020 en résultant ; calcul de l'espérance de gain.

Dans cette approche, à chaque période, il y a trois possibilités d'évolution de la « top line » (marge brute) : adverse, neutre, positive. Les probabilités respectives de chaque évolution sont égales. L'évolution dans la période concernée (ex. trimestre en 2020) est indépendante de celle de la période précédente. Il en résulte 3⁶ trajectoires possibles jusqu'en 2022 (combinant les évolutions pour les trois trimestres de 2020, les deux semestres de 2021, l'année 2022). Cette approche, qui diffère de celles dans lesquelles un nombre limité de scénarios sont élaborés et discutés, semble plus en phase avec la possibilité, d'une période à l'autre, de rencontrer des conditions d'affaires très différentes...

Les évolutions possibles dans chaque période (par rapport à la période comparable précédente) sont comme suit :

	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 S1	2021 S2	2022
Positive	0,0%	5,0%	10,0%	10,0%	15,0%	15,0%
Neutre	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%
Adverse	-20,0%	-10,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	0,0%

Ces scénarios d'évolution par période appellent les commentaires suivants :

- L'évolution « neutre » au T2 2020 passe tout de même par un choc sur la marge brute, après un bon T1, une stabilisation aux T3 et T4. Dans les périodes suivantes, elle inclut une légère croissance pour le S2 2021 et l'année 2022.
- L'évolution positive dans ces mêmes périodes est plus marquée sur 2021 et 2022.
- L'évolution adverse est la plus forte aux T2 et T3 2020, puis égale à -5% par période.

Les projections pour l'année 2020, dans l'hypothèse d'une combinaison des évolutions « neutres », sont les suivantes :

Data in m€	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2019	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2020
Périmètre	Ex N&I	Ex N&I	Ex N&I	Ex N&I	Ex N&I	Ex N	Ex N	Ex N	Ex N	Ex N&I
Gross margin	15,8	16,7	15,2	17,8	65,6	18,4	15,0	15,2	17,8	65,8
<i>GM growth</i>					9,3%	16,4%	-10,0%	0,0%	0,0%	
Contribution margin					23,8					23,9
% CM					36,2%					36,3%
Other revenue (CIR)					1,5					1,4
Indirect & overheads					-22,7					-21,5
% indirect & overheads					-34,6%					-32,6%
EBITDAR					2,6					3,8
% EBITDAR					3,9%					5,8%
IFRS adjustments					-0,6					0
EBITDA					2,0					3,8
% EBITDA					3,0%					5,8%
Other non current income/expenses					-2,0					-2,0
Net financial result					-0,7					-0,7
Estimated Op. CF					-0,7					1,1
Gross financial debt					18,2					18,2
Cash and cash equivalents					14,7					15,8

Les hypothèses opérationnelles associées (indépendantes des évolutions ci-dessus) sont comme suit :

- Périmètre constant (périmètre historique moins pays nordiques et Italie, cédés / fermés)
- Le plan de réduction des coûts (*indirect & overheads*) programmé fin 2019 est exécuté en 2020
- Pas d'ajustement IFRS en 2020 (en l'absence de données) ; le CIR et les « *other non-current income/expenses* » et « *net financial result* » sont reconduits à l'identique

De même, Les projections pour 2021 et 2022, dans l'hypothèse d'une combinaison des évolutions « neutres », sont les suivantes :

Data in m€	2021 S1	2021 S2	2021	2022
Périmètre				
Gross margin	33,4	34,7	68,1	71,5
<i>GM growth</i>	0,0%	5,0%		5,0%
Contribution margin			24,7	25,9
% CM			36,3%	36,3%
Other revenue (CIR)			1,4	1,4
Indirect & overheads			-22,2	-22,2
% indirect & overheads			-32,6%	-32,6%
EBITDAR			3,9	5,1
% EBITDAR			5,7%	7,2%
IFRS adjustments			0	0
EBITDA			3,9	5,1
% EBITDA			5,7%	7,2%
Other non current income/expenses			-2,0	-2,0
Net financial result			-0,7	-0,7
Estimated Op. CF			1,2	2,4
Gross financial debt			18,2	18,2
Cash and cash equivalents			17,0	19,5

Les hypothèses opérationnelles associées sont les suivantes :

- Pas de changement de périmètre
- La structure de coût de 2020 est inchangée (ratios de marge brute gardés constants)
- Le CIR et les « *other non-current income/expenses* » et « *net financial result* » sont inchangés.

Dans l'hypothèse d'un enchaînement d'évolutions positives, la marge brute 2022 s'établit à 91,4 millions d'euros et l'EBITDA à 10,2 millions d'euros (soit une marge de 11,2%), avec une dette nette de -9,8 millions d'euros (vs. -1,3 millions d'euros dans l'enchaînement des évolutions neutres).

Ces niveaux sont à mettre en rapport avec les objectifs du plan stratégique 2022 (plus ambitieux mais déjà reporté une fois), à 100 millions d’euros de marge brute notamment, annoncé avant l’épisode de Covid 19. A l’inverse, dans l’hypothèse d’un enchaînement adverse des évolutions, la marge brute 2022 s’établit à 59,2 millions d’euros, avec un EBITDA de 2,3 millions d’euros (et une dette nette de 4,6 millions d’euros). L’intervalle d’évolutions possibles reste ainsi relativement concentré.

Les résultats concernant la valorisation des BSA 2020 obtenus avec cette approche sont comme suit :

Multiple de : - marge brute 2022	0,85x	0,90x	0,95x
- EBITDA 2022	7,5x	8,0x	8,5x
Gain d'exercice par BSA 2020 (€)	1,4	2,9	5,9
Probabilité d'échec du processus de cession	25%		
Valeur du BSA 2020	1,01	2,18	4,42

Ces résultats s’appuient donc sur des multiples d’offre autour de 0,90x la marge brute et 8x l’EBITDA. Le montant de capitaux propres, obtenu après soustraction de la dette nette à la valeur d’entreprise ainsi calculée, est divisé par un nombre d’actions égal à 33,03 millions, plus 2,5 millions à provenir des instruments dilutifs (cf. supra), plus entre 0 et 3,5 millions issus des BSA 2020 selon le cours (la valeur moyenne ainsi obtenue est reportée).

La **valeur médiane de 2,18 euros** obtenue par cette méthode est toutefois fortement sensible aux niveaux des multiples d’acquisition notamment, et ne présente qu’un caractère « confirmatoire ».

13. Synthèse et commentaires

Aether Financial Services a procédé à l’évaluation des BSA 2020 au 14 mai 2020. Cette évaluation a été effectué à l’aide d’une modélisation basée sur le modèle de Black & Scholes, à titre principal, et sur la base de projections financières à horizon 2022, à titre confirmatoire. Aether Financial Services a incorporé dans son analyse les paramètres contextuels suivants : probabilité d’échec d’un processus de cession, prime sur cours (et multiples de la marge brute et de l’EBITDA 2022) en cas d’offre publique, impact des instruments dilutifs. Aether Financial Services a en outre estimé les autres paramètres de valorisation selon les méthodes : cours de l’action ARTEFACT et volatilité du cours à la date de valorisation, d’une part, multiples de cession et scénarios de business plan, d’autre part.

Aether Financial Services a identifié les éléments suivants, susceptibles d’avoir une incidence sur la valeur estimée des BSA 2020 :

- Taux d’intérêts non nuls : le taux sans risque à horizon 2023 est au 14 mai de l’ordre de -0,4% ; sa non prise en compte à un impact minorant sur les actualisations de flux, majorant sur la valeur optionnelle (diffusion), qui tendent à produire un impact négligeable.
- Non-prise en compte du risque de défaillance de la Société à horizon 2020-2021 : compte tenu de la note banque de France de la Société décernée en novembre 2019, la probabilité de défaillance théorique à horizon 3 ans est de l’ordre de 4,3% (source : Banque de France, mai 2018) ; la notation banque de France n’a pas été actualisée depuis et pourrait être plus défavorable en prenant en compte les changements de perspectives amenés par la situation Covid 19. Un abaissement à la note immédiatement inférieure impliquerait une probabilité de défaillance de 9,7% à horizon 3 ans ; ce facteur a toutefois un impact majorant incertain, car peu de trajectoires de cours conduisant à une offre aux niveaux attendus sont susceptibles de « passer par » une situation antérieure de défaillance.

- Horizon de matérialisation d'une offre : l'horizon maximal (2,5 à 3 ans) est retenu dans les travaux de Aether Financial Services ; cela revient à considérer que le management de la Société utilise le plus possible le délai imparti pour améliorer la situation de la Société et obtenir l'offre la plus intéressante ; sont donc exclu par exemple les situations d'offre non-sollicitée ou préventive intervenant avant terme et dans des conditions potentiellement moins optimisées. Il convient de noter que, compte tenu du modèle de diffusion adopté notamment, mais également en s'attachant à confirmer les résultats obtenus à travers l'analyse du business plan, la valorisation du BSA 2020 baisse très rapidement si on raccourcit l'horizon dans lequel une offre se matérialise. L'hypothèse de situer l'offre d'acquisition le plus tard possible (dans une plage de 6 mois jusqu'à juin 2023) est par conséquent conservatrice (effet majorant).
- La dilution préalable à l'offre liée aux instruments autres que les BSA 2020 pourrait varier autour du niveau retenu de 2,5 millions estimé, avec un effet majorant/minorant de l'ordre de la dilution potentielle concernée. La dilution potentielle supplémentaire à laquelle sera confrontée un acquéreur à cet horizon, du fait de nouveaux plans d'actions gratuites, n'est néanmoins pas prise en considération. A contrario, le taux de départ des bénéficiaires des plans existants n'est pas intégré non-plus.
- Il n'est pas introduit de décote d'illiquidité des BSA 2020, du fait de leur caractère librement transférables. Toutefois, étant donné leur absence de cotation, il convient d'anticiper que leur cession éventuelle ne pourra se faire que moyennant décote. Cette absence de décote d'illiquidité a un effet majorant. De même, il n'est pas intégré de coût du prêt-emprunt de l'action ARTEFACT, pourtant nécessairement supporté par un opérateur de marché qui souhaiterait couvrir sa position en BSA 2020. Or un tel coût peut représenter 1-2% par an et aurait un impact non-négligeable à la baisse sur la valorisation. Cette absence de prise en compte de coût du prêt-emprunt de l'action ARTEFACT a donc un effet majorant également.
- La probabilité d'échec d'un processus de cession, dans la mesure où il pourrait être engagé avec des chances de remplir les critères d'exercice des BSA 2020, est supposée indépendante de l'évolution du cours de bourse et de la performance opérationnelle de la Société. Il pourrait être avancé que, plus la performance de la Société sera forte, plus les chances de voir un tel processus de cession aboutir seront grandes. Il n'est toutefois pas apparu d'éléments permettant de confirmer et préciser cette éventuelle corrélation. L'effet minorant de cette non prise en compte d'une éventuelle corrélation est à pondérer par le fait que le niveau retenu pour la probabilité d'échec se situe dans une zone conservatrice, au-dessus du taux d'échec constaté dans les processus de cession publics, mais en bas de fourchette des estimations faites par les professionnels de marché.
- Il n'est pas effectué de sensibilités sur les paramètres de probabilité d'échec d'un processus de cession, de prime d'offre publique, notamment, deux paramètres dont le niveau comporte une marge d'appréciation. La fourchette dans laquelle se situent les résultats de l'estimation dénote par ailleurs une sensibilité significative aux hypothèses de cours de l'action et de volatilité de celui-ci, et plus encore à celles de multiples de cession et d'évolution des résultats de la Société (approche confirmatoire).

En conclusion, la valeur centrale obtenue pour le BSA 2020 s'établit, en milieu de fourchette des estimations, à **2,10** euros, au 14 mai 2020 et dans les conditions de marché correspondantes.