



Synthèse
Révision
Expertise
Comptable

59 Promenade Georges Pompidou
Prado Beach - CS 10022
13272 MARSEILLE CEDEX 08
Téléphone : 04 91 77 69 20
Télécopie : 04 91 77 08 32
e-mail : contact@syrec.fr
s i t e : [www . syrec . fr](http://www.syrec.fr)

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

portant sur les actions de la société

DIGITECH S.A

Initiée par le concert formé par

La Société FINANCIERE JRC, la Société DIGITECH,

Monsieur ESTEVE Denis

et

Monsieur COUDERC Laurent

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

portant sur les actions de la société

DIGITECH S.A

Initiée par le concert formé par

La Société FINANCIERE JRC, la Société DIGITECH,

Monsieur ESTEVE Denis

et

Monsieur COUDERC Laurent

SOMMAIRE

| | |
|---|-----------|
| 1. Présentation de l'opération | 4 |
| 1.1. Contexte de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO) | 4 |
| 1.2 Présentation de DIGITECH S.A | 4 |
| 1.2.1 Informations juridiques | 4 |
| 1.2.1.1 Répartition du capital | 4 |
| 1.2.1.2 Autres informations | 5 |
| 1.2.2 Présentation synthétique de l'activité | 5 |
| 1.2.3 Liens économiques et financiers avec les autres sociétés du groupe FINANCIERE JRC | 7 |
| 1.2.4 Analyse du positionnement de DIGITECH S.A | 7 |
| 1.2.5 Données financières historiques (issues de comptes annuels certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes) | 8 |
| 2. Déclaration d'indépendance | 15 |
| 3. Diligences effectuées | 15 |
| 4. Evaluation de DIGITECH S.A | 16 |
| 4.1. Présentation de l'approche d'évaluation multicritère | 16 |
| 4.1.1 Méthodes ou références écartées | 16 |
| 4.1.1.1 Méthode de l'actif net réévalué | 16 |
| 4.1.1.2 Méthode du rendement | 16 |
| 4.1.1.3 Multiples issus de transactions comparables | 16 |
| 4.1.1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes financiers | 16 |
| 4.1.1.5 Multiples issus de comparables boursiers | 17 |
| 4.1.2 Méthodes ou références retenues à titre de recoupement | 17 |
| 4.1.2.1 Actif net comptable | 17 |
| 4.1.2.2 Référence au cours de bourse de l'action DIGITECH S.A | 18 |
| 4.1.3 Méthodes ou références retenues à titre principal | 19 |
| 4.1.3.1 Actualisation des flux des trésorerie futurs | 19 |
| 4.1.3.2 Dernières opérations significatives sur le capital de la société | 20 |
| 4.1.4 Données de référence de DIGITECH S.A retenues dans le cadre de l'approche d'évaluation | 20 |
| 4.1.4.1 Nombre d'actions retenu | 20 |
| 4.1.4.2 Dettes financières nettes | 20 |
| 4.2 Mise en œuvre de la méthode d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) | 21 |
| 4.2.1 Plan d'affaires | 21 |
| 4.2.2 Taux d'actualisation | 22 |
| 4.2.3 Détermination des flux à actualiser | 23 |
| 4.2.4 Valeur/action issue de la méthode du DCF | 24 |
| 4.2.5 Analyse de sensibilité | 24 |
| 5. Appréciation du caractère équitable du prix offert | 25 |
| 5.1. Synthèse des résultats de l'approche d'évaluation mise en œuvre | 25 |
| 5.2. Conclusions sur le caractère équitable du prix offert | 26 |

Dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée de concert par la société FINANCIERE JRC, la société DIGITECH, Monsieur ESTEVE Denis et Monsieur COUDERC Laurent (les Initiateurs) sur les actions de la société DIGITECH S.A non détenues par les initiateurs, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant, conformément à la décision du Conseil d'administration du 22 mai 2019, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de DIGITECH S.A.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans la perspective du retrait obligatoire.

Le prix offert aux actionnaires de DIGITECH S.A s'établit à 2,20 € par action détenue.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par DIGITECH S.A. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Les comptes annuels qui nous ont été remis ont été certifiés sans réserve ni observation par le commissaire aux comptes.

Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers ou de tout autre document qui nous ont été communiqués. Nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes simplement attachés à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Conformément à l'article 262-1 susvisé, nous vous présentons notre rapport d'expertise sur les conditions financières offertes par les initiateurs aux actionnaires de DIGITECH S.A.

1. Présentation de l'opération

1.1. Contexte de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO)

Les Initiateurs souhaitent demander à terme la radiation des actions de la Société du Marché Euronext Access géré par Euronext Paris ("Euronext Access"), dans la mesure où la cotation de la Société sur ce marché ne se justifie plus en raison d'un flottant réduit, du manque de liquidité constaté et du fait que la Société n'aura plus besoin de lever des fonds sur le marché.

L'Offre porte sur les actions de la Société non détenues par les Initiateurs, étant précisé qu'à la date des présentes, il n'existe aucun instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social de la Société.

1.2 Présentation de DIGITECH S.A

1.2.1 Informations juridiques

1.2.1.1 Répartition du capital

Le capital de DIGITECH S.A se répartit comme suit :

| Actionnaires | Nombre d'actions | % de détention du capital |
|----------------------------------|------------------|---------------------------|
| FINANCIERE JRC SARL | 1 184 636 | 87,10 |
| DIGITECH S.A | 13 548 | 0,99 |
| Mr ESTEVE Denis (administrateur) | 25 803 | 1,89 |
| Mr COUDERC Laurent | 1 918 | 0,14 |
| <i>Sous total concert</i> | <i>1 225 905</i> | <i>90,14</i> |
| Autres actionnaires | 134 095 | 9,86 |
| Total | 1 360 000 | 100 |

FINANCIERE JRC, société initiatrice de l'offre de concert avec la société DIGITECH S.A, Monsieur ESTEVE Denis et Monsieur COUDERC Laurent est une SARL au capital de 972 000 euros dont le siège social est situé ZAC Saumaty Séon - 21, Avenue Fernand Sardou - 13016 Marseille.

Elle a été immatriculée le 14 décembre 2009 au Registre du Commerce et des Sociétés de Marseille sous le numéro 518 793 187.

Il s'agit d'un holding dont le capital est détenu par des personnes physiques :

- 77% par Mr Joël COUDERC (dirigeant), 11,5% par Mr Romain COUDERC et 11,5% par Mme Caroline AMAT.

DIGITECH S.A est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège social se situe ZAC Saumaty Séon - 21, Avenue Fernand Sardou - 13016 Marseille, immatriculée le 27 février 1992 au Registre du Commerce et des Sociétés de Marseille sous le numéro 384 617 031.

Son capital social s'élève à 408 000 €, réparti en 1 360 000 actions de 0,30 € de valeur nominale chacune. L'action DIGITECH S.A est admise à la cote d'Euronext ACCES (ex Marché libre) sous le code ISIN FR0000079824 MLDIG.

Monsieur Joël COUDERC est le Président du conseil d'administration - Directeur Général de la société et Monsieur Eric ARAMBURU, le Directeur général délégué.

1.2.2 Présentation synthétique de l'activité

DIGITECH est éditeur et intégrateur de solutions logicielles pour la dématérialisation des documents. Grâce à son expertise, elle est devenue un acteur majeur sur son marché. Ses solutions équipent majoritairement le secteur public (administrations, collectivités locales et territoriales, établissements publics) qui représente 90% de sa clientèle mais également le secteur privé (banques, assurances et grands comptes).

Elle propose une offre logicielle complète, intégrée et évolutive de capture, traitement et gestion électronique des flux d'information qui s'articule autour de deux grandes lignes de produits :

- A.I.R.S SUITE : plateforme de dématérialisation unifiée permettant une gestion transverse de l'ensemble des flux documentaires à travers ses applications « métiers » : Courrier, Délib, Dossier, Capture...
- GESTION DE L'ETAT CIVIL : CITYWEB, unique solution full web du marché, permettant d'assurer la gestion complète de l'état civil, dans le respect des textes en vigueur.

La Société réalise un chiffre d'affaires annuel de l'ordre de 5-6 ME et dispose d'un effectif de 51 salariés.

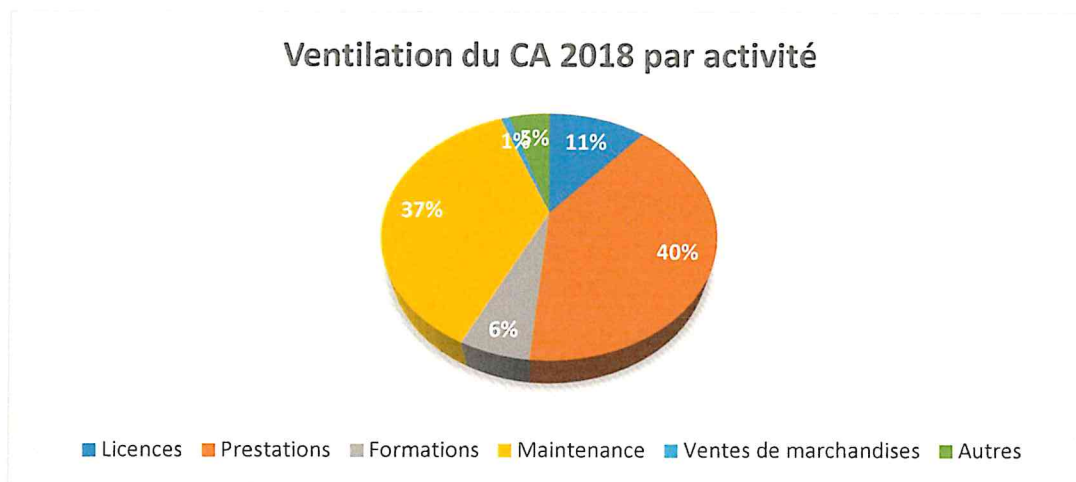
Son activité et sa position de leader sur un marché de solutions logicielles, lui imposent des investissements massifs en matière de développement auxquels la société consacre de l'ordre de 10 % de son chiffre d'affaires annuel.

Ses ventes se décomposent en deux pôles principaux attachés aux produits commercialisés :

- licences ;
- prestations (formations, maintenance, support clients...).

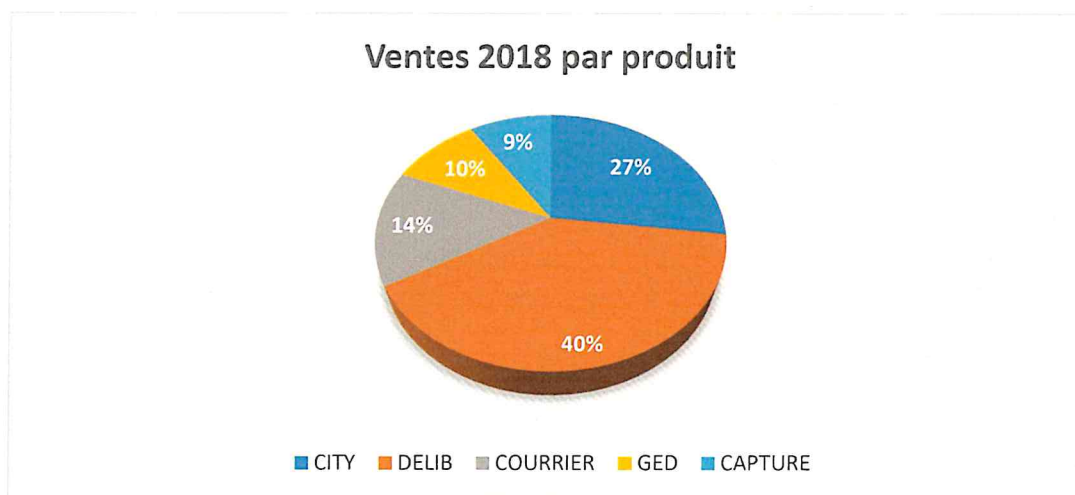
Les autres prestations concernent la facturation des prestations de location de bureaux et mise à disposition de service à des sociétés sœurs.

La ventilation du chiffre d'affaires 2018 par activité est la suivante :



(source : annexe des comptes annuels)

La ventilation par produit est la suivante :



(Source : direction générale)

1.2.3 Liens économiques et financiers avec les autres sociétés du groupe FINANCIERE JRC

La société DIGITECH entretient des relations économiques et financières avec son actionnaire majoritaire (groupe FINANCIERE JRC) au travers de diverses conventions portant sur :

- Les prestations de services rendues par la société JRC dans les domaines suivants : politique générale, gestion financière, administration et politique des ressources humaines, suivi administratif, comptable et juridique ;
- La gestion centralisée de trésorerie et d'avances intra-groupe avec la société JRC, société centralisatrice et ses autres filiales, DIGITECH DEVELOPMENT et DIGITECH SA ;
- La distribution de produits à l'international par DIGITECH DEVELOPMENT (détenue notamment à hauteur de 40% par le holding FINANCIERE JRC et à hauteur de 20% par des salariés de DIGITECH S.A) détentrice des droits portant sur un logiciel développé par DIGITECH S.A.

1.2.4 Analyse du positionnement de DIGITECH S.A

En synthèse, sur la base des différents constats effectués, des discussions que nous avons eues avec le management de DIGITECH S.A, les facteurs clefs de réussite et les risques auxquels doit faire face la société au regard de ses caractéristiques et de l'évolution de son environnement peuvent se résumer comme suit :

| Forces | Faiblesses |
|---|--|
| Expertise Leader sur un marché de niche | Position et secteur qui nécessitent des investissements lourds et continus en matière de recherche et développement (charges de personnel) afin de conserver le leadership technologique et répondre aux contraintes réglementaires sectorielles |
| Marché de niche (logiciels sectoriels) : forte présence dans le secteur public et les collectivités locales | Marché fermé et mature : peu de changement de prestataire et domaine non extensible ; Perspective de croissance limitée sur le business France |
| Bénéficiaire du crédit d'impôt recherche (CIR) pour le financement de ses dépenses de R&D | Pérennité du dispositif du crédit d'impôt recherche (CIR) non assurée |
| Capacité d'autofinancement | Forte dépendance du résultat net au CIR |

Cette analyse n'a pas vocation à être exhaustive mais constitue, à notre avis, une grille de lecture des perspectives qui s'offrent à DIGITECH S.A, qui doivent être prises en compte dans le cadre de la démarche d'évaluation présentée ci-après.

1.2.5 Données financières historiques (issues de comptes annuels certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes)

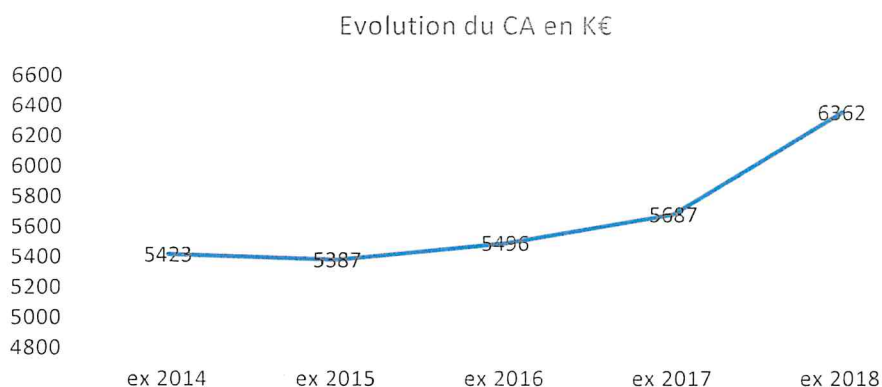
Les résultats de la société DIGITECH S.A au cours des cinq dernières années peuvent être résumés comme suit :

| En € | 31/12/2014 (12mois) | 31/12/2015 (12mois) | 31/12/2016 (12 mois) | 31/12/2017 (12 mois) | 31/12/2018 (12 mois) |
|---|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Chiffre d'affaires | 5 423 358 | 5 387 259 | 5 496 279 | 5 687 654 | 6 362 634 |
| Ventes de marchandises | 339 167 | 110 097 | 94 652 | 48 341 | 68 919 |
| Cout d'achat des march.vendues | 229 811 | 19 638 | 8 469 | 14 911 | 66 751 |
| Marge commerciale | 109 356 | 90 459 | 86 183 | 33 430 | 2 168 |
| <i>En % des ventes de marchandises</i> | 32% | 82% | 91% | 69% | 3% |
| Prestations de services | 5 084 191 | 5 277 162 | 5 401 627 | 5 639 313 | 6 293 715 |
| Production stockée | 94 274 | - 107 137 | - 92 449 | - 6 414 | 15 716 |
| Production immob. | 661 748 | 790 507 | 649 343 | 668 606 | 680 290 |
| <i>En % du CA</i> | 12% | 15% | 12% | 12% | 11% |
| Production de l'exercice | 5 840 213 | 5 960 532 | 5 958 521 | 6 301 505 | 6 989 721 |
| Matières premières | 220 738 | 134 279 | 176 711 | 135 868 | 127 491 |
| Sous traitance directe | 494 571 | 509 283 | 420 221 | 385 808 | 956 638 |
| Marge brute de production | 5 124 904 | 5 316 970 | 5 361 589 | 5 779 829 | 5 905 592 |
| <i>En % de la prod. de l'exercice</i> | 87,8% | 89,2% | 90,0% | 91,7% | 84,5% |
| Marge brute globale | 5 234 260 | 5 407 429 | 5 447 772 | 5 813 259 | 5 907 760 |
| <i>En % du CA</i> | 97% | 100% | 99% | 102% | 93% |
| Achats et charges externes | 1 113 892 | 1 169 474 | 1 140 705 | 1 254 746 | 1 521 790 |
| Valeur ajoutée | 4 120 368 | 4 237 955 | 4 307 067 | 4 558 513 | 4 385 970 |
| <i>En % du CA</i> | 76,0% | 78,7% | 78,4% | 80,1% | 68,9% |
| Subventions d'exploitation | 16 743 | 57 317 | 25 000 | 10 771 | 2 115 |
| Impôts et taxes | 157 863 | 155 647 | 164 681 | 153 859 | 165 832 |
| Masse salariale | 3 225 910 | 3 568 563 | 3 436 444 | 3 694 591 | 3 464 615 |
| Excédent brut d'exploitation | 753 338 | 571 062 | 730 942 | 720 834 | 757 638 |
| <i>En % du CA</i> | 13,9% | 10,6% | 13,3% | 12,7% | 11,9% |
| <i>Excédent brut d'exploitation hors production immobilisée</i> | <i>91 590</i> | <i>- 219 445</i> | <i>81 599</i> | <i>52 228</i> | <i>77 348</i> |
| Reprises s/ amort. & prov. | - | - | 6 960 | 21 296 | 4 257 |
| Transferts de charges | 30 415 | 35 184 | 44 501 | 140 801 | 26 973 |
| Dotation aux amort. & prov. | 568 403 | 623 807 | 682 703 | 794 143 | 752 045 |
| Autres charges & produits | - 17 483 | - 17 081 | - 24 564 | - 16 504 | - 10 119 |
| Résultat d'exploitation | 197 867 | - 34 642 | 75 136 | 72 284 | 26 704 |
| <i>En % du CA</i> | 3,6% | -0,6% | 1,4% | 1,3% | 0,4% |
| Total des produits financiers | 32 632 | 16 549 | 29 021 | 27 785 | 26 661 |
| Total des charges financières | 29 019 | 7 781 | 32 161 | 94 913 | 33 073 |
| Résultat financier | 3 613 | 8 768 | - 3 140 | - 67 128 | - 6 412 |
| Résultat courant avant impôts | 201 480 | - 25 874 | 71 996 | 5 156 | 20 292 |
| Résultat exceptionnel | - 7 466 | 112 | 48 240 | - 2 095 | 20 157 |
| Impôt sur les sociétés | - 218 969 | - 306 574 | - 266 735 | - 275 666 | - 285 663 |
| <i>dont CIR</i> | <i>216 696</i> | <i>298 098</i> | <i>249 248</i> | <i>261 079</i> | <i>278 207</i> |
| Résultat de l'exercice | 412 982 | 280 812 | 386 970 | 278 728 | 326 112 |

✚ Chiffre d'affaires

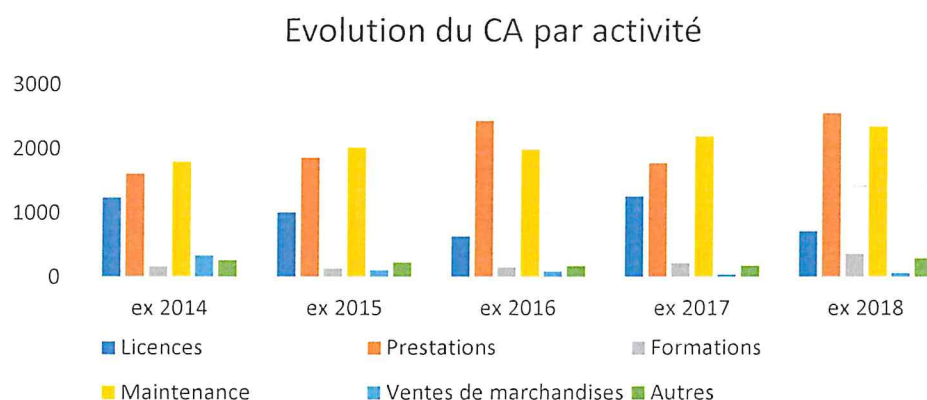
Le chiffre d'affaires correspond essentiellement aux ventes de licences et prestations attachées et plus accessoirement, à des ventes de marchandises (achats et reventes de licences).

L'évolution du CA global est présentée dans le tableau suivant :



On observe une relative stabilité du chiffre d'affaires au cours de la période 2014 à 2017, puis une hausse significative de 11.8 % en 2018. Cette dernière hausse matérialise pour la première année, l'enregistrement de commandes pour le compte de la société DIGITECH DEVELOPMENT récemment créée (à qui DIGITECH a confié la distribution de produits à l'international) afin de lui permettre un accès plus facile au marché. Les prestations lui sont ensuite sous-traitées. Retraité de cette variation, le chiffre d'affaires 2018 est relativement stable comparativement à 2017.

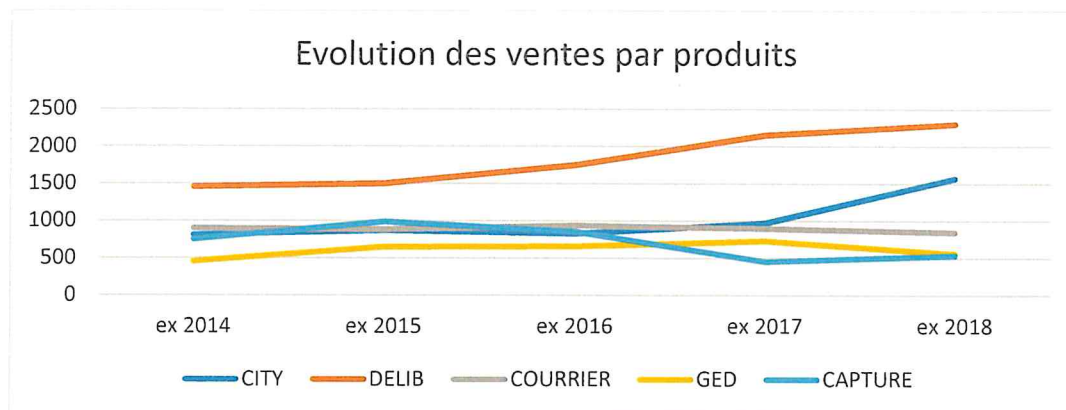
➤ L'évolution du chiffre d'affaires par activité est la suivante :



(Source : comptes annuels)

Les ventes de contrat de maintenance et de prestations (fonctions support clients...) sont les plus fortes contributrices au chiffre d'affaires et atteignent leur plus fort niveau en 2018. La maintenance augmente progressivement tandis que les prestations ainsi que les ventes de licences sont plus variables d'un exercice à l'autre.

L'évolution par produits est la suivante :



(Source : direction générale)

- Le produit DELIB est le plus fort contributif au chiffre d'affaires. Il équipe actuellement près de la moitié des conseils départementaux français, six conseils régionaux et plusieurs grandes villes.
- CITY occupe la seconde place et enregistre la plus forte progression des produits en 2018. Ce produit équipe les grandes villes françaises.
- Les trois autres produits représentent globalement 48% du mix produits en 2014, 51% en 2015, 48% en 2016, 40% en 2017 et 33% en 2018.

Cycle frais de développement des brevets, concessions et droits similaires

La société engage des frais de développement relatifs à ses solutions logicielles en améliorant leurs performances et leurs fonctionnalités, et pouvoir ainsi les maintenir attractives sur le marché.

Les dépenses engagées en N (coûts internes - salaires) sont valorisées et comptabilisées l'année même au poste « autres immobilisations incorporelles » par le biais du compte « production immobilisée » puis affectées en N+1 au poste « logiciels » avec démarrage des plans d'amortissement linéaire sur une durée de cinq ans.

Leur niveau annuel exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires est le suivant :

| 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 12.2 % du CA | 14.6 % | 11.8% | 11.7% | 10.7% |

L'incidence directe des frais de développement sur les postes production immobilisée, amortissement et crédits d'impôts recherche du compte de résultat est la suivante :

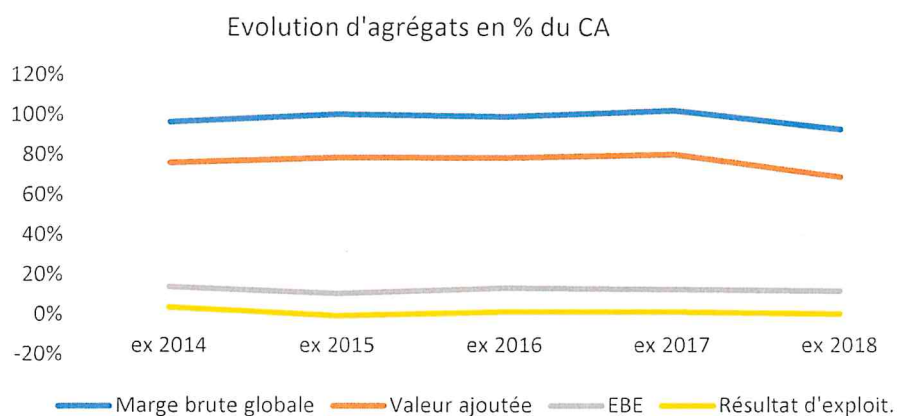
En KE

| | Production immob | Amortissement | CIR |
|------|------------------|---------------|-----|
| 2018 | 680 | -715 | 278 |
| 2017 | 668 | -747 | 261 |
| 2016 | 649 | -646 | 249 |
| 2015 | 790 | -578 | 298 |
| 2014 | 662 | -502 | 216 |

- Le niveau des amortissements est sensiblement équivalent à celui des dépenses immobilisées.
- Le crédit d'impôt recherche correspond dans son calcul à 30% des dépenses de recherche. Sa base de calcul peut différer de celle des frais immobilisés.

✚ Marge brute, valeur ajoutée, EBE et résultat d'exploitation

L'évolution de ces agrégats exprimée en % du CA est la suivante :



- On observe une évolution quasi linéaire de chaque agrégat jusqu'en 2017, dans un contexte de relative stabilité du chiffre d'affaires.
- Les marges brutes et EBE se dégradent très légèrement en 2018 en période de hausse du chiffre d'affaires.
- Compte tenu de son activité, les charges de personnel représentent le principal poste de dépenses de la société. Exprimé en % du chiffre d'affaires, il oscille entre 54 et 66% sur la période observée.
- Après prise en compte de l'amortissement (principalement des frais de développement des logiciels), le résultat d'exploitation s'inscrit à compter de l'exercice 2015 dans une fourchette comprise entre 0 et 80 KE, soit entre 0 et 1% du chiffre d'affaires.

✚ Résultat financier

L'évolution des charges d'intérêts et des dettes financières est la suivante :

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|------|------|------|------|------|
| Charges d'int. | 3 | 8 | 11 | 78 | 17 |
| Dettes étab banc | 222 | 354 | 354 | 372 | 637 |
| Autres emprunts | 345 | 302 | 242 | 164 | 63 |

Hors frais financiers ponctuels (renégociation des conditions du crédit- bail immobilier en 2017), les charges financières sont peu significatives.

Impôts société et Crédit d'Impôt Recherche

La société n'est pas redevable de l'impôt sur les sociétés en raison de sa situation fiscale déficitaire reportable (724 KE de déficits antérieurs restants à imputer au 31.12.2018). Les déductions fiscales (crédits d'impôts) sont par ailleurs significatives au regard du résultat comptable ce qui explique la faible utilisation annuelle des reports déficitaires.

La contribution du crédit d'impôt recherche au résultat net est relativement significative :

| 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|
| 52% | 106% | 64% | 94% | 85% |

La structure du résultat évolue peu. Cette situation traduit un business model bien maîtrisé mais également une faible croissance de l'activité dans un marché de niche français non extensible et dans lequel DIGITECH S.A occupe déjà une position de leader. La rentabilité d'exploitation est faible en raison notamment du poids des charges de personnel et plus particulièrement de la part consacrée à la R&D. Il apparaît que le Crédit d'Impôt Recherche est une composante majeure de la rentabilité finale de la société.

Par ailleurs, les bilans simplifiés de DIGITECH S.A se présentent comme suit :

| ACTIF en € | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Immobilisations incorporelles | 2 490 905 | 2 714 840 | 2 721 722 | 2 652 700 | 2 617 548 |
| Immobilisations corporelles | 106 414 | 98 264 | 80 038 | 134 306 | 139 008 |
| Immobilisations financières | 306 621 | 311 526 | 296 606 | 280 085 | 279 829 |
| Actif net immobilisé | 2 903 940 | 3 124 630 | 3 098 366 | 3 067 091 | 3 036 385 |
| Stocks | 348 730 | 241 592 | 149 143 | 142 729 | 158 446 |
| Clients et comptes rattachés | 2 338 305 | 2 021 439 | 2 270 606 | 2 312 679 | 2 803 330 |
| Autres créances | 457 501 | 505 094 | 418 502 | 567 463 | 1 112 413 |
| Créances | 2 795 806 | 2 526 533 | 2 689 108 | 2 880 142 | 3 915 743 |
| VMP | 33 585 | 33 406 | 33 230 | 33 209 | 33 198 |
| Disponibilités | 71 074 | 501 524 | 296 880 | 509 412 | 855 634 |
| Trésorerie active | 104 659 | 534 930 | 330 110 | 542 621 | 888 832 |
| Comptes de régularisation | 76 903 | 57 792 | 85 031 | 66 439 | 135 298 |
| TOTAL ACTIF | 6 230 037 | 6 485 477 | 6 351 758 | 6 699 023 | 8 134 703 |

| PASSIF en € | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 |
|--------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Capitaux propres hors résultat | 2 942 493 | 3 355 475 | 3 636 287 | 4 023 258 | 4 301 986 |
| Résultat | 412 982 | 280 812 | 386 970 | 278 728 | 326 112 |
| Capitaux propres | 3 355 475 | 3 636 287 | 4 023 257 | 4 301 986 | 4 628 098 |
| Provisions pour risques | 30 000 | - | - | | |
| Emprunts | 568 590 | 657 186 | 596 670 | 536 461 | 700 919 |
| Trésorerie passive | | | | | |
| Dettes fournisseurs | 580 735 | 263 888 | 199 860 | 141 592 | 1 040 276 |
| Dettes fiscales et sociales | 1 285 992 | 1 385 701 | 1 160 180 | 1 270 388 | 1 232 427 |
| Dettes sur immobilisations | - | - | - | | |
| Autres dettes | 61 146 | 66 765 | 13 842 | 22 756 | 83 942 |
| Comptes de régularisation | 348 099 | 475 649 | 357 948 | 425 838 | 449 041 |
| TOTAL PASSIF | 6 230 037 | 6 485 477 | 6 351 758 | 6 699 023 | 8 134 703 |

Ces bilans simplifiés appellent les remarques suivantes :

- L'actif immobilisé de la société est constitué principalement des frais de développement des logiciels qui augmentent sous l'effet de la production immobilisée annuelle nette des amortissements de l'exercice.

Les investissements incorporels sont identifiés sous trois gammes de produits :

- Noyau AIRS qui comprend DELIB, Courrier et GED et mobilité (Nomade) et qui représentent 62% de la valeur nette comptable des frais de développement des brevets)
- CITYWEB qui comprend l'Etat civil et les modules annexes
- Capture, programme sur lequel la société n'investit plus.

La gamme Noyau AIRS est ainsi celle qui concentre majoritairement les efforts de la société en matière de développement en cohérence avec sa forte contribution au chiffre d'affaires.

Les immobilisations financières se composent notamment d'une avance preneur versée au crédit bailleur des locaux qui s'impute progressivement sur les redevances à payer. Cette avance a été retenue dans le cadre de la détermination de l'endettement financier utilisé à la mise en œuvre de la valorisation par la méthode du DCF.

- L'en cours clients est relativement stable sur la période ; le délai moyen de règlement des créances sur la période apparaît corrélé au chiffre d'affaires ;
- Les autres créances évoluent sensiblement à compter de l'exercice 2017 dans le cadre de la convention de gestion de trésorerie et d'avances intra groupe. Les autres créances intègrent par ailleurs les crédits d'impôts de l'année ;
- La trésorerie nette des dettes financières est analysée plus bas ;
- Les capitaux propres sont largement positifs ; Ils évoluent à la hausse sous l'effet des résultats annuels qui ne sont pas distribués ;

- Le poste « fournisseur » d'un niveau plutôt faible et linéaire sur la période 2014-2017 enregistre une forte hausse en 2018 en lien avec la hausse (intra groupe) du chiffre d'affaires ;
- Les produits constatés d'avance enregistrent les périodes facturées des contrats non encore courues.
- La trésorerie se présente comme suit sur la période 2016-2018 :

| En € | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 |
|--|-----------------|-----------------|----------------|
| Valeurs mobilières | 33 230 | 33 209 | 33 198 |
| Disponibilités actives | 296 880 | 278 728 | 855 634 |
| Découverts bancaires | 54 105 | | |
| Trésorerie nette | 276 005 | 311 937 | 888 832 |
| Emprunts | 542 565 | 536 461 | 700 919 |
| Dettes financières | 542 565 | 536 461 | 700 919 |
| Trésorerie nette des dettes financières | -266 560 | -224 524 | 187 913 |

La trésorerie nette des dettes financières ressort négative à la clôture des exercices 2016 et 2017 et redevient positive en 2018. Ces évolutions ne traduisent pas toutefois les grands équilibres financiers de la société que l'on peut résumer comme suit :

| En € | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | 31/12/2017 | 31/12/2018 |
|-------------------------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Capitaux propres | 3 355 475 | 3 636 286 | 4 023 258 | 4 301 986 | 4 628 098 |
| Provisions pour risques | 30 000 | - | - | - | - |
| Dettes financières | 568 590 | 657 186 | 596 670 | 536 461 | 700 919 |
| Dettes sur immobilisations | - | - | - | - | - |
| Actif immobilisés | - 2 903 939 | - 3 124 629 | - 3 098 365 | - 3 067 090 | - 3 036 385 |
| Fonds de roulement | 1 050 126 | 1 168 843 | 1 521 563 | 1 771 357 | 2 292 632 |
| Stocks et en cours | - 348 730 | - 241 592 | - 149 143 | - 142 729 | - 158 446 |
| Créances & comptes de régul. | - 2 872 709 | - 2 584 325 | - 2 774 139 | - 2 946 581 | - 4 051 041 |
| Fournisseurs | 580 735 | 263 888 | 199 860 | 141 592 | 1 040 276 |
| Dettes fisc. & sociales | 1 285 992 | 1 385 701 | 1 160 180 | 1 270 388 | 1 232 427 |
| Autres dettes & comptes de régul. | 409 245 | 542 414 | 371 790 | 448 594 | 532 983 |
| Besoin en Fonds de Roulement | - 945 467 | - 633 914 | - 1 191 452 | - 1 228 736 | - 1 403 801 |
| Trésorerie Active | 104 659 | 534 930 | 330 110 | 542 621 | 888 832 |
| Trésorerie Passive | - | - | - | - | - |
| Trésorerie Nette | 104 659 | 534 930 | 330 110 | 542 621 | 888 832 |

CAF simplifiée = Résultat net + dotations aux amortissements - reprises de provision

| | | | | | |
|--------------------------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Capacité d'autofinancement | 981 386 | 904 619 | 1 062 714 | 1 051 574 | 1 073 900 |
| Frais de développement des logiciels | 661 748 | 790 507 | 649 343 | 668 606 | 680 290 |
| Solde CAF après investisst. | 319 638 | 114 112 | 413 371 | 382 968 | 393 610 |

La structure bilantielle de la société est relativement stable dans ses grandes masses à l'image des comptes d'exploitation sur la même période.

La part des frais de développement des solutions logicielles est significative en raison de la nécessaire évolution technologique des gammes de produits commercialisés.

La structure financière de la société est saine et sa trésorerie nette est excédentaire. Sa capacité d'autofinancement à laquelle contribue le Crédit d'Impôt Recherche, lui permet de financer son besoin en fonds de roulement et ses frais de développement ; Elle n'a recours au financement bancaire à moyen et long terme qu'à l'occasion d'opérations ponctuelles.

Le niveau des fonds propres reflète l'accumulation des résultats annuels systématiquement mis en réserves (absence d'historique de distribution de dividendes).

2. Déclaration d'indépendance

SYREC et l'ensemble des intervenants sur la mission n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec la société concernée par l'opération ou ses conseils et ne détiennent aucun intérêt financier dans la bonne fin de l'opération, ni aucune créance ou dette sur la société concernée par l'opération ou toute personne contrôlée par cette dernière au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce.

SYREC et l'ensemble des intervenants ne se trouvent pas en situation de conflit d'intérêts avec la société concernée par l'opération et ses conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006

SYREC et l'ensemble des intervenants attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Les diligences que nous avons mises en œuvre dans le cadre de cette mission comprennent, conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF susvisé, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006 et 27 juillet 2010 :

- la prise de connaissance générale du contexte spécifique dans lequel se situe l'opération envisagée ;
- un examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de DIGITECH S.A ;
- une analyse des comptes historiques, de l'activité et une appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles reposent les données prévisionnelles établies par DIGITECH S.A ;
- la prise de connaissance par entretien de l'évolution des résultats de la société à fin mai 2019 et du budget prévisionnel pour les exercices 2019 à 2023 ;
- la mise en œuvre d'une approche multicritère de la valeur de la société DIGITECH S.A, comprenant la mise en œuvre des méthodes d'évaluation décrites ci-après, incluant l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie modélisés à partir des données prévisionnelles visées ci-dessus;
- l'examen de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre DIGITECH S.A.

4. Evaluation de DIGITECH S.A

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société DIGITECH S.A en retenant l'approche exposée ci-après.

4.1. Présentation de l'approche d'évaluation multicritère

4.1.1 Méthodes ou références écartées

4.1.1.1 *Méthode de l'actif net réévalué*

Cette méthode consiste à agréger l'ensemble des actifs d'une entreprise, à les réévaluer à leur valeur actuelle de marché et à en déduire les dettes, elles aussi actualisées à aujourd'hui. Cette approche sera privilégiée dans les cas suivants : industries, holdings, distribution, activité de commerce et autres sociétés foncières détenant des actifs échangeables sur des marchés dédiés. En revanche, elle sera exclue pour les sociétés telles que les SSII et les sociétés de prestation de services, dans lesquelles la place des « hommes » représente une part quasi exclusive. Elle ne paraît donc pas pertinente au cas d'espèce de la société DIGITECH.

4.1.1.2 *Méthode du rendement*

La méthode du rendement qui consiste à actualiser des dividendes futurs, ne sera pas retenue en l'absence d'historique de distribution de DIGITECH S.A.

4.1.1.3 *Multiplés issus de transactions comparables*

L'approche par les multiplés de transactions consiste à appliquer aux agrégats significatifs les plus récents de DIGITECH S.A, les multiplés de valorisation observés à l'occasion de transactions intervenues sur des sociétés jugées comparables, sous réserve que le prix et les principales conditions de l'opération aient été rendus publics.

A défaut de pouvoir identifier un échantillon représentatif de transactions intervenues récemment sur des sociétés directement comparables à DIGITECH S.A, nous ne retiendrons pas ce critère.

4.1.1.4 *Référence aux objectifs de cours des analystes financiers*

Le titre DIGITECH S.A ne faisant l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers, aucune référence d'objectif de cours ne peut être utilisée au cas d'espèce.

4.1.1.5 Multiples issus de comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à approcher la valeur d'une société par application de multiples aux agrégats prévisionnels jugés significatifs de cette dernière, multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et présentant des similitudes en termes de taille, de croissance et de rentabilité.

Au cas d'espèce, aucun concurrent direct comparable à DIGITECH S.A n'est coté en France (pas de concurrence sur l'ensemble des produits) et aucune société ne présentent les mêmes caractéristiques que DIGITECH S.A.

4.1.2 Méthodes ou références retenues à titre de recoupement

4.1.2.1 Actif net comptable

L'évaluation par la méthode de la valeur patrimoniale (actif net comptable) est strictement statique et correspond peu à une vision stratégique de la société DIGITECH car elle ne reflète pas son potentiel économique (faible ou important) et ne prend pas en compte l'évolution de son environnement concurrentiel, technologique...ainsi que sa capacité d'innovation qui sont des critères essentiels pour elle.

Toutefois, DIGITECH étant une entreprise en phase de maturité sur son marché, nous ne pouvons pas totalement l'écarter et la retiendrons à titre de valeur de recoupement.

L'actif net comptable par action de DIGITECH S.A s'établit à 4 628 098 euros/1 346 452 actions, soit à 3,43 €, sur la base des comptes annuels de la société au 31 décembre 2018. Cette valeur représente principalement le cumul des résultats antérieurs non distribués.

Toutefois, la valorisation de l'action ressortirait, **après prise en compte des éléments suivants :**

- Etalement comptable sur la durée du contrat du crédit-bail immobilier, de la plus-value réalisée au titre de la cession bail des locaux de la société (lease back immobilier) opérée en décembre 2012, et ce, conformément à la réglementation comptable : avis n°29 de l'Ordre des Experts Comptables, approuvé par Décision du Conseil Supérieur le 15/11/1995, sur la comptabilisation des contrats de location dans les comptes individuels et consolidés qui prévoit que la plus-value réalisée lors d'une opération de lease back est enregistrée en « produits constatés d'avance » et reprise dans les résultats ultérieurs pendant la durée du contrat au prorata des loyers. Cette position a été confirmée par la CNCC dans son bulletin (n°127, septembre 2002, EC 2002-47, p.362s.), la plus-value de cession devant être analysée non pas comme un « enrichissement », mais comme une avance de fonds destinée à être remboursée par des loyers plus importants que la charge d'amortissement calculée sur la valeur d'origine du bien dans les comptes du cédant ;
- Application d'une décote de moindre liquidité, la valeur de l'action faisant l'objet d'un marché étroit (échanges réduits),

à 2.22 € déterminé comme suit :

En KE

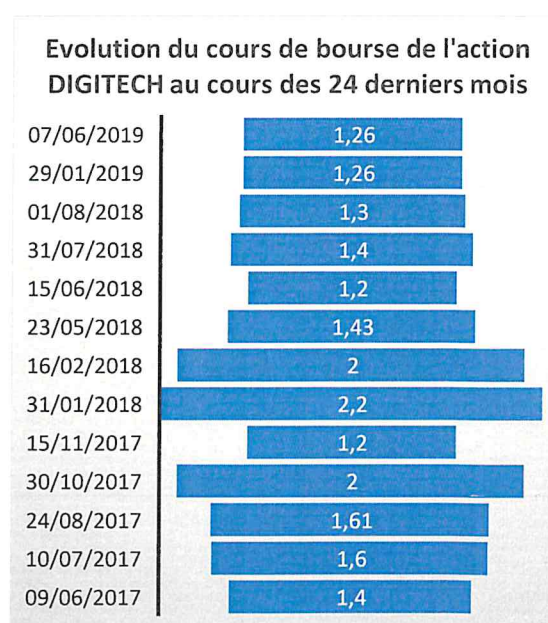
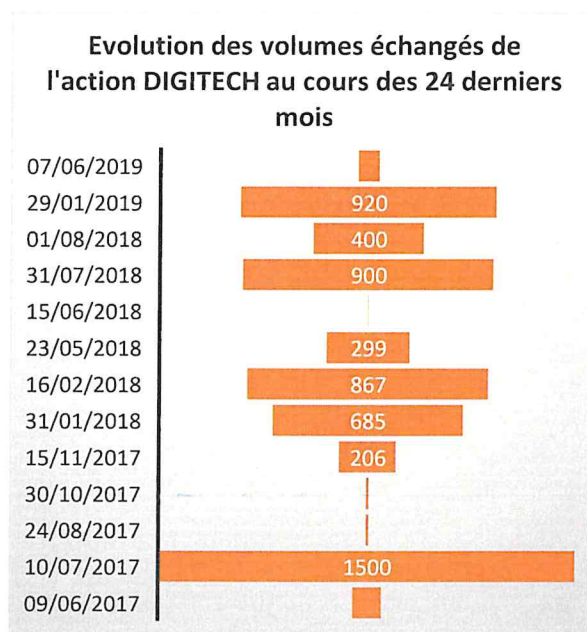
| | |
|---|---------------|
| Capitaux propres au 31.12.2018 | 4 628 |
| Etalement de la plus-value immobilière sur lease back (1) | -883 |
| Capitaux propres retraités | 3 745 |
| Décote de moindre liquidité de 20 % (2) | -749 |
| Capitaux propres après décote | 2 996 |
| Valeur/action sur la base de 1 346 452 actions (1 360 000 actions – 13 548 actions propres) | 2.22 € |

- (1) Etalement comptable sur 15 ans de la plus-value comptable dégagée à l'occasion du lease back immobilier en 12/2012 (1.471 KE/15 ans x 9 ans) ; sans effet d'impôt car la plus-value est bien étalée fiscalement sur la durée du contrat
- (2) Titres cotés dans des échanges réduits

4.1.2.2 Référence au cours de bourse de l'action DIGITECH S.A

Tel que rappelé précédemment, le titre DIGITECH S.A est admis à la cote d'Euronext Access (ex marché libre) sous le code ISIN FR0000079824 MLDIG.

L'évolution du cours de bourse de DIGITECH S.A sur les 24 derniers mois se présente comme suit (source : BOURSORAMA.COM) :



Le cours le plus haut s'élève à 2.20 euros (observé à 3 ans, 5 ans et 10 ans).

On constate :

- Un faible niveau de transactions et des volumes échangés limités au cours des 24 derniers mois,
- Une hausse du cours enregistrée entre juin 2017 et janvier 2018 (de 1.4 à 2 euros) suivie d'une baisse progressive entre janvier 2018 et juin 2019 (de 2 à 1.26 euros),
- Un cours qui s'établit à 1.26 euros à la date de la dernière transaction,
- Une moyenne des cours sur les 12 derniers mois de 1,31 euros.

Autres données issues du marché boursier :

Les moyennes mobiles et RSI ressortent par ailleurs aux valeurs suivantes (source BOURSIER.COM) :

| MM20 jours | MM50 jours | MM100 jours | RSI14 |
|------------|------------|-------------|-------|
| 1,47 | 1,11 | 0,96 | 54,46 |

Les moyennes mobiles représentent les moyennes du cours observées sur une période donnée (au cas d'espèce sur les 20, 50, 100 derniers jours). Son calcul est effectué jour après jour.

Le RSI 14 est un indicateur de tendance qui mesure la force de la hausse sur un intervalle de temps par rapport aux mouvements de hausse et de baisse observés sur les 14 derniers cours. Un RSI de 50 signifie que le cours a autant chuté que monté au cours de la période. Entre 50 et 70, le cours est dans une tendance baissière. Le cours de l'action DIGITECH se situe donc dans une légère tendance baissière sur les 14 derniers points.

Compte tenu du faible niveau de capitalisation boursière, d'un flottant limité et d'une absence de rendement (absence de distribution de dividendes), les volumes de titres échangés sont très réduits. Par conséquent, le cours de bourse ne constitue pas selon nous, une référence de valeur pertinente mais il ne peut pas cependant être totalement écarté dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire. Nous y faisons par conséquent référence à titre de valeur de recoupement.

4.1.3 Méthodes ou références retenues à titre principal

4.1.3.1 Actualisation des flux des trésorerie futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs mesure la capacité d'une société à dégager de la trésorerie disponible. Elle permet notamment de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de l'entité.

Ainsi, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après impôt sur l'horizon explicite des prévisions, actualisés au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des apporteurs de fonds (le coût moyen pondéré du capital) et de la valeur terminale actualisée retenue à la fin de l'horizon explicite.

Les flux de trésorerie futurs estimés ont été établis sur la base des données prévisionnelles 2019 à 2023 qui nous ont été communiquées par DIGITECH S.A. La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires, sur la base d'un flux de trésorerie estimé normatif, actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux de 1 % qui traduit une croissance lente dans un marché stationnaire.

Ces estimations reposent sur des hypothèses qui ont par nature un caractère incertain, les réalisations étant susceptibles de différer parfois de manière significative des données prévisionnelles utilisées.

Nous rappelons que, s'agissant de prévisions présentant un caractère incertain, les réalisations différeront parfois de manière significative des prévisions présentées et que, par conséquent, nous n'exprimons aucune conclusion sur la possibilité de réalisation de ces prévisions.

De la valeur d'entreprise est retranché l'endettement financier net et les autres éléments de valeur non pris en compte dans les flux de trésorerie prévisionnels pour obtenir la valeur des fonds propres.

4.1.3.2 Dernières opérations significatives sur le capital de la société

La société FINANCIERE JRC a acquis en décembre 2017, 192 708 actions DIGITECH, **soit 14% du capital de cette société**, au prix unitaire de **1.81 € l'action DIGITECH S.A.** Les cédants n'exerçaient aucune fonction dans la société DIGITECH que ce soit à titre de salarié ou de mandataire social.

Ce prix n'était pas assis contractuellement sur une formule de calcul spécifique. Une approche de la valorisation de l'entreprise avait toutefois été mise en œuvre sur la base de multiples de l'EBITDA moyen des deux derniers exercices +/- trésorerie nette après application de décotes de minorité et de liquidité. L'application de cette méthode aux données des exercices 2017 et 2018 retraitées du crédit-bail immobilier, fait ressortir une valeur de l'action DIGITECH dans une fourchette de 2,03 à 2,24 €, soit à une valeur moyenne de 2,13 € l'action.

Nous retiendrons ainsi dans le cadre de cette transaction, une valeur de l'action à titre principal de 1.81 € et de 2.13 euros à titre de recoupement.

4.1.4 Données de référence de DIGITECH S.A retenues dans le cadre de l'approche d'évaluation

4.1.4.1 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions composant le capital de DIGITECH S.A s'élève à 1 360 000, dont 13 548 actions auto détenues.

Nous retiendrons, par conséquent, un nombre 1 346 452 actions dans nos calculs.

4.1.4.2 Dettes financières nettes

Les dettes financières nettes de la société DIGITECH S.A sont évaluées comme suit, sur la base des comptes au 31 décembre 2018 **retraités du crédit-bail immobilier et des engagements en matière de départ à la retraite :**

| En € | 31/12/2018 (12 mois) |
|--|----------------------|
| Valeurs mobilières hors actions propres | 5 |
| Disponibilités actives | 871 214 |
| Découverts bancaires | - |
| Trésorerie nette | 871 219 |
| Emprunts | 700 919 |
| CB immobilier cap. restant dû - avance preneur | 1 032 318 |
| IDR net d'impôts | 376 469 |
| Dettes financières | 2 109 706 |
| Endettement financier net | - 1 238 487 |

4.2 Mise en œuvre de la méthode d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

4.2.1 Plan d'affaires

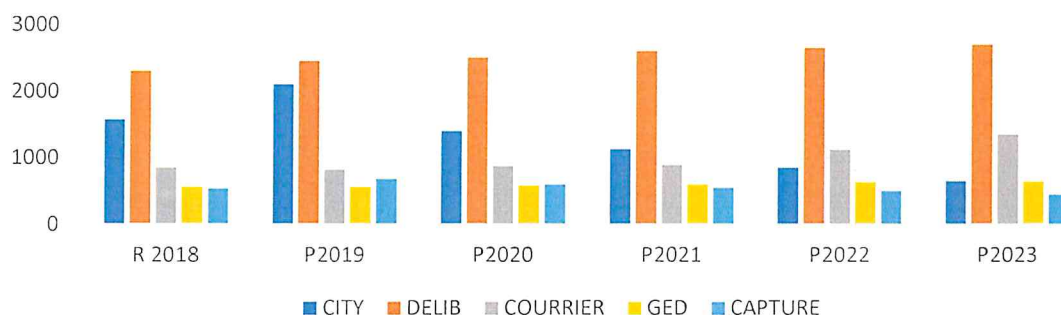
Nous avons obtenu communication du compte d'exploitation prévisionnel de DIGITECH S.A qui couvre les cinq prochaines années (2019 à 2023) établi par le Président de la société et dont voici un état résumé avant amortissement :

| En K€ | Réalisé 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | flux normatif |
|--------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| Chiffre d'affaires | 6 362 | 7 110 | 6 485 | 6 270 | 6 200 | 6 190 | 6 190 |
| Production immobilisée | 680 | 740 | 800 | 630 | 550 | 500 | 500 |
| Total des produits d'exploitation | 6 989 | 7 850 | 7 285 | 6 900 | 6 750 | 6 690 | 6 690 |
| Excédent brut d'exploitation | 757 | 785 | 733 | 728 | 797 | 733 | 883 |
| <i>En % du CA</i> | 11.9% | 11.0% | 11.3% | 11.6% | 12.9% | 11.8% | 14.0% |
| Rémunération cession droits logiciel | | 110 | 120 | 130 | 110 | 120 | - |
| Crédit d'impôt recherche | 278 | 222 | 240 | 189 | 165 | 150 | 150 |

Les principales hypothèses qui sous-tendent ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Les exercices 2018 à 2021 intègrent les prises de commande pour le compte de la société DIGITECH DEVELOPMENT (produit CITY). Retraité de ces éléments, le business-plan a été construit dans un contexte de croissance lente du chiffre d'affaires à l'image des exercices antérieurs et du business model de la société. En effet, le marché de la dématérialisation pour les collectivités locales devrait être bientôt correctement équipé. La société doit désormais trouver des vecteurs de croissance dans le domaine de l'exploitation de la donnée et de l'automatisation des processus.
- La contribution de chacun des produits au chiffre d'affaires prévisionnel est la suivante :

Evolution prévisionnelle des ventes par produit



(Source : direction générale)

Ce graphique appelle les commentaires suivants :

- L'activité CITY évolue entre 2019 et 2021 par l'effet des prises de commandes pour le compte de DIGITECH DEVELOPMENT (distributeur de l'activité CITY à l'international) et diminue ensuite sensiblement dans un segment de marché stationnaire.
- L'activité DELIB progresse lentement dans un marché bien équipé dans lequel DIGITECH occupe une position de leader mais qui n'est pas extensible,
- Le marché du produit COURRIER est très concurrentiel. Après deux années de stabilité, le produit reprend des parts de marché,
- Concurrencé par la mise en place progressive de la télédéclaration, la fin des contrats de maintenance du produit CAPTURE est programmée en 2022-2023.
- En croissance sur la période 2020-2021 comparativement à la moyenne des exercices précédents, le niveau de la production immobilisée baisse ensuite progressivement pour atteindre un niveau stabilisé de 500 KE en 2023 (8% du CA) ;
- Les taux d'EBE (11 à 12% du chiffre d'affaires) ressortent dans la continuité de leurs niveaux constatés au cours des exercices précédents ;
- Le crédit d'impôt recherche a été retenu par simplification sur la base de 30% de la production immobilisée (frais de développement) ce qui correspond à l'approche économique de DIGITECH étant considéré que les travaux de recherche conduits ont permis le développement et que ces travaux évolueront avec les années entre la notion de recherche et la notion d'innovation ;
- Les flux normatifs correspondent à l'exercice 2023 en tenant compte toutefois, de l'absence de redevances de crédit-bail immobilier ainsi que de la fin en 2023, de la rémunération portant sur la cession des droits d'un logiciel.

4.2.2 Taux d'actualisation

Les flux prévisionnels de trésorerie sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) qui se compose du rendement attendu par les investisseurs en fonds propres (le coût des fonds propres) et de celui exigé par les créanciers (le coût du financement), en tenant compte de l'économie d'impôt qui résulte de la déductibilité des charges d'intérêt. La moyenne entre ces deux taux est pondérée en fonction du poids relatif assigné aux fonds propres et aux dettes dans la valeur d'entreprise.

Ce coût moyen pondéré du capital a été estimé en retenant :

- un taux de l'argent sans risque du marché français correspondant à l'OAT TEC10 au 31.12.2018 de 0.69 % ; (source : Primederisque.com au 31/12/2018)
- une prime de risque du marché action français estimé à 9.20 % (source : Primederisque.com au 31/12/2018) ;
- un bêta de 1.10 par référence au bêta du secteur du Software (system et application) en Europe (source : Beta Aswath Damodaran au 05/01/2019) ramené à 0.86 après ajustement au levier financier de la société ;
- une prime de taille additionnelle de 5 % tenant compte de :
 - La concentration du management sur quelques personnes,
 - Une sensibilité à l'environnement technologique
 - Un potentiel de développement du business en France limité,
 - Une moindre liquidité du titre.
- Un levier financier (dette nette/dette nette + capitaux propres) correspondant au cas d'espèce principalement au crédit-bail immobilier soit 21.11 %, et un coût estimé de ce financement après impôt de 2.01% (taux d'impôt de 28%).

Sur ces bases, le taux d'actualisation retenu s'établit à **11.36 %**.

4.2.3 Détermination des flux à actualiser

Le passage des éléments du plan d'affaires aux flux de trésorerie à actualiser est le suivant :

- L'engagement en matière de crédit-bail immobilier net de l'avance en crédit preneur ayant été retenu dans les dettes financières, les EBE prévisionnels ont été améliorés des redevances correspondantes ;
- En matière d'impôts sur les bénéfices, DIGITECH S.A dispose de reports déficitaires qui s'élèvent à 724 KE au 31.12.2018. Nous les avons imputés sur les charges d'impôts calculées sur la base des résultats d'exploitation retraités (taux retenu de 28%) ;
- Les investissements estimés (équivalents à la production immobilisée) ont été retranchés ;
- Les variations du besoin en fonds de roulement ont été estimées sur la base d'un besoin en fonds de roulement observé sur les exercices précédents et exprimé en % du chiffre d'affaire (22%) ;
- Compte tenu de son caractère aléatoire (pérennité du dispositif fiscal et évolution du caractère éligible des dépenses), nous avons effectué un test de sensibilité en utilisant un flux normatif sans crédit d'impôt recherche (cf § 4.2.5).

4.2.4 Valeur/action issue de la méthode du DCF

En synthèse, sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, nous obtenons les valeurs suivantes :

| Montant en K€ | |
|--|--------------|
| Flux des revenus Futurs actualisés cumulés | 2 025 |
| Valeur de sortie actualisée | 2 858 |
| SOIT UNE VALEUR GLOBALE DE | 4 883 |
| Endettement financier net | 1 238 |
| VALEUR PAR LA METHODE DES DCF | 3 644 |
| | |
| Nombre de titres | 1 346 452 |
| | |
| Valeur unitaire du titre (en €) | 2,71 |

A l'issue de la mise en œuvre de cette approche d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, la valeur de l'action DIGITECH S.A ressort à **2.71 €**.

4.2.5 Analyse de sensibilité

Nous avons retenu deux analyses de sensibilité de la valeur de l'action DIGITECH en fonction des paramètres suivants :

- sensibilité de la valeur de l'action au taux du WACC,
- sensibilité du flux normatif au crédit d'impôt recherche. Le CIR étant une composante majeure de la rentabilité de la société, il nous a paru indispensable de valoriser la société en l'absence de cette aide financière de l'Etat dont il n'est pas assuré qu'elle soit maintenue dans le temps ou qu'elle puisse bénéficier à la société dans les mêmes conditions qu'actuellement.

Les résultats de ces tests sont les suivants :

1^{ère} analyse : variation des taux d'actualisation et de croissance à l'infini

| taux de croissance | Taux d'actualisation | | |
|--------------------|----------------------|-------------|--------|
| | 10,86% | 11,36% | 11,86% |
| 0,50% | 2,76 | 2,60 | 2,45 |
| 1,00% | 2,88 | 2,71 | 2,54 |
| 1,5% | 3,02 | 2,83 | 2,65 |

Il en ressort une fourchette de valeurs comprises entre de 2,45 € à 3,02 € avec une valeur centrale de 2,71 €.

2^{ème} analyse : flux normatifs sans crédit d'impôt recherche

| taux de croissance | Taux d'actualisation | | |
|--------------------|----------------------|-------------|--------|
| | 10,86% | 11,36% | 11,86% |
| 0,50% | 2,12 | 2,00 | 1,88 |
| 1,00% | 2,2 | 2,07 | 1,95 |
| 1,5% | 2,3 | 2,16 | 2,03 |

Il en ressort une fourchette réduite de valeurs comprises entre 1,88 € à 2,30 € avec une valeur centrale de 2,07 €.

La valeur centrale issue de la méthode du DCF (CIR inclus), soit 2,71 euros ne peut donc être raisonnablement retenue sans la pondérer de l'impact sur la valeur terminale, d'une hypothèse prudente d'absence de CIR.

Nous avons retenu le calcul suivant de la moyenne pondérée des deux valeurs centrales (avec et sans CIR) : $((\text{Valeur centrale sans CIR} \times 2) + \text{Valeur centrale avec CIR}) / 3$, soit une **valeur moyenne pondérée du risque crédit d'impôt recherche de 2,28 euros**.

Cette pondération se justifie par la forte dépendance du résultat net de la société au CIR.

5. Appréciation du caractère équitable du prix offert

5.1. Synthèse des résultats de l'approche d'évaluation mise en œuvre

En synthèse, il ressort de l'approche multicritère mise en œuvre, incluant les différentes références retenues, une valeur de l'action DIGITECH S.A dans une fourchette de 1.81 à 2.28 € (moyenne pondérée des valeurs centrales issues de la méthode des DCF), si l'on se réfère aux méthodes ou références retenues à titre principal, et dans une fourchette de 1,26 € à 2.28 € si l'on inclut les méthodes et références retenues à titre de recoupement :

| Valeur unitaire de l'action en Euros | | Méthode retenue à titre principal | Méthode retenue à titre de recoupement |
|---|-------------------|-----------------------------------|--|
| Actif net comptable | | | 2,22 € |
| Dernière opération significative sur le capital (cession) | | 1,81 € | 2,13 € |
| Actualisation des flux de trésorerie | valeurs centrales | 2,07 €-2,71 € | |
| | moyenne pondérée | 2,28 € | |
| Dernier cours de bourse | | | 1,26 € |
| Moyenne des cours des 12 derniers mois | | | 1,31 € |

5.2. Conclusions sur le caractère équitable du prix offert

Notre intervention en qualité d'expert indépendant s'inscrit dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF dans le cadre de la mise en œuvre du retrait obligatoire de la cote de DIGITECH S.A.

Elle a pour objet l'appréciation du caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires de DIGITECH S.A par l'initiateur dans le cadre de la procédure d'offre publique de retrait prévue à l'article 236-3 du Règlement général de l'AMF et de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix offert aux actionnaires minoritaires s'établit à 2.20 € par action DIGITECH S.A

Ainsi le prix offert fait ressortir ainsi une prime de 21.54 % par rapport à la dernière opération significative sur le capital (cession de titres), s'inscrit dans la fourchette des valeurs centrales estimées à partir de la méthode du DCF, se positionne 0.08 € en deçà de la moyenne pondérée de ces mêmes valeurs et au même niveau que la moyenne des valeurs retenues à titre principal (1,81-2.07-2.71) qui s'établit à 2,20 €.

Si l'on se réfère aux méthodes retenues à titre de recoupement, Il est sensiblement équivalent à la méthode de l'actif net comptable, se positionne 0.07 € au-dessus de la dernière opération significative sur le capital, fait ressortir une prime de 74,60 % par rapport à la dernière transaction enregistrée sur le marché boursier, et une prime de 67,90 % par rapport à la moyenne des cours des 12 derniers mois.

Par conséquent, à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix de 2,20 € par action DIGITECH S.A que les initiateurs proposent dans le cadre de la présente offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société DIGITECH S.A.

Fait, à Marseille le 12 juillet 2019


SYREC

Luc-René CHAMOULEAU

Président Directeur Général

ANNEXE

ANNEXE AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

1. Présentation du cabinet SYREC

SYREC S.A est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes au capital de 80.000 euros inscrite auprès de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes d'Aix-en -Provence et à l'Ordre des Experts Comptables - Tableau régional de Marseille.

Elle est représentée par son Président Directeur Général, Monsieur Luc René CHAMOULEAU, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et Expert près la Cour d'appel d'Aix-En-Provence

2. Liste des missions d'expertises indépendantes réalisée au cours des 18 derniers mois

La société SYREC n'est pas intervenue en qualité d'expert indépendant au cours des 18 derniers mois.

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

Nous ne sommes pas membre d'une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marché Financiers.

Nous appliquons des procédures visant à éviter les situations de conflit d'intérêts, garantir notre indépendance et contrôler la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

3. Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 10.000 €, hors taxes, frais et débours.

4. Description des diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Le programme de travail suivant a été mis en œuvre :

- ✓ Travaux préparatoires :
 - Prise de connaissance du contexte de l'opération ;
 - Orientation des travaux ;
 - Rédaction de la lettre de mission.

✓ Travaux d'évaluation :

- Collecte et prise de connaissance des informations publiques sur la société ;
- Prise de connaissance détaillée de l'activité par discussions avec le management de DIGITECH S.A ;
- Analyse des principales forces et faiblesses de DIGITECH S.A ;
- Prise de connaissance des informations financières historiques ;
- Revue et analyse des données prévisionnelles et entretiens avec le management de DIGITECH S.A ;
- Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère :
 - Appréciation des méthodes de valorisation appropriées à mettre en œuvre ; justification des méthodes écartées
 - Mise en œuvre d'une approche patrimoniale ;
 - Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels issus des projections financières de DIGITECH S.A, à partir des entretiens avec son management et de la détermination des paramètres clefs (variables clefs, taux d'actualisation et taux de croissance) ;
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre DIGITECH S.A ;
 - Analyse des opérations intervenues sur le capital de la société.

✓ Travaux de synthèse :

- Rédaction du rapport ;
- Obtention d'une lettre d'affirmation auprès du Président Directeur Général de DIGITECH S.A

5. Calendrier de l'étude

| | |
|-------------------------|---|
| 17 mai 2019 | Réunion avec le PDG et son conseil relative au calendrier de l'opération envisagée |
| 22 mai 2019 | Lettre de mission |
| 5 juin au 13 juin 2019 | Collecte et prise de connaissance des éléments d'information relatifs à DIGITECH S.A |
| 14 juin au 25 juin 2019 | Mise en œuvre de l'approche d'évaluation multicritère et préparation du projet de rapport de l'expert indépendant |
| 26 juin 2019 | Réunion de travail – échanges complémentaires sur la base d'un projet de rapport de l'expert indépendant au PDG de DIGITECH S.A |
| 12 juillet 2019 | Obtention d'une lettre d'affirmation et Emission du rapport définitif de l'expert indépendant |

6. Liste des personnes rencontrées

Nous avons rencontré et/ou échangé avec les personnes suivantes :

- ✓ Monsieur Joël COUDERC, Président Directeur Général de DIGITECH S.A
- ✓ Maître Philippe FILIPPI, conseil juridique de la société DIGITECH S.A
- ✓ Mme Farida BENSEDOUM, DAF de la société DIGITECH S.A

7. Sources d'informations utilisées

- ✓ Statuts de DIGITECH S.A, extrait KBIS
- ✓ Derniers procès-verbaux d'assemblée générale de DIGITECH S.A
- ✓ Répartition du capital de DIGITECH S.A
- ✓ Dossier de présentation de la société DIGITECH S.A
- ✓ Plan d'affaires détaillé à 5 ans (2019 à 2023)
- ✓ Crédit-bail immobilier
- ✓ Convention de cession de titres DIGITECH S.A en date du 19/12/2017
- ✓ Comptes annuels 2014 à 2018, analyse des immobilisations incorporelles au 31.12.2018
- ✓ Rapports du Commissaire aux comptes des exercices 2014 à 2018,
- ✓ Evolution du cours de bourse et transactions réalisées sur les deux dernières années.

8. Personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Luc René CHAMOULEAU Président du cabinet d'expertise comptable et de commissariat aux comptes SYREC, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et Expert près la Cour d'appel d'Aix-En-Provence, assisté ponctuellement de Solange MORVAN, Expert-comptable, Commissaire aux comptes, Directeur de mission au cabinet SYREC.