

ALAIN AUVRAY

EXPERT COMPTABLE
COMMISSAIRE AUX COMPTES

EXPERT PRÈS
LA COUR D'APPEL DE PARIS

EXPERT PRÈS
LES COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL
DE PARIS ET DE VERSAILLES

EXPERT AGRÉÉ
PAR LA COUR DE CASSATION

5, AVE FRANKLIN ROOSEVELT

75008 PARIS

TÉL. 33 (0) 1 44 95 16 40

FAX. 33 (0) 1 42 89 10 96

e-mail : alain.auvray@exco.fr

www.excoparis.com

REWORLD MEDIA

8, rue Barthélémy Danjou
92100 BOULOGNE BILLANCOURT
439 546 011 RCS Nanterre

APPORT D' ACTIONS MONDADORI FRANCE SAS

-

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS SUR LA REMUNERATION DES APPORTS

ALAIN AUVRAY

EXPERT COMPTABLE
COMMISSAIRE AUX COMPTES

EXPERT PRÈS
LA COUR D'APPEL DE PARIS

EXPERT PRÈS
LES COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL
DE PARIS ET DE VERSAILLES

EXPERT AGRÉÉ
PAR LA COUR DE CASSATION

5, AVE FRANKLIN ROOSEVELT

75008 PARIS

TÉL. 33 (0) 1 44 95 16 40

FAX. 33 (0) 1 42 89 10 96

e-mail : alain.auvray@exco.fr

www.excoparis.com

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission, qui m'a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 26 avril 2019, concernant l'apport d'actions de la société, Mondadori France SAS, consenti par la société Arnoldo Mondadori Editore – Società per azioni à la société Reworld Media, et s'agissant d'une opération d'apport au bénéfice d'une société émettant des titres admis à la négociation sur un marché règlementé, j'ai à me prononcer sur la rémunération de l'apport en application de la recommandation 2011-11 de l'Autorité des Marchés Financiers du 21 juillet 2011. Mon appréciation sur la valeur de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'apport résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le contrat d'apport en nature, signé par les parties le 9 juillet 2019, étant précisé que les principes de détermination de cette valeur résultent du Protocole d'accord en date du 19 avril 2019 conclu entre Reworld Media et Arnoldo Mondadori Editore – Società per azioni.

Il m'appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange. À cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Ma mission sur l'appréciation de la parité et de la rémunération de l'apport prend fin avec la remise du présent rapport. Il ne m'appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et ma conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération.
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération.
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé.
4. Conclusion.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

1.1. Contexte de l'opération

Cette opération d'apport de titres s'inscrit dans le cadre de l'offre d'Arnoldo Mondadori Editore – Società per azioni à Reworld Media de la cession de l'intégralité de sa participation dans la société Mondadori France SAS.

Le 19 avril 2019, les sociétés Reworld Media et Arnoldo Mondadori Editore – Società per azioni ont signé un protocole de cession¹ (ci-après le « Protocole de cession ») par lequel il est prévu :

- (i) l'acquisition par Reworld Media, dans les termes et conditions d'un contrat d'acquisition en date du 19 avril 2019 d'une partie de la participation de Arnoldo Mondadori Editore – Società per azioni dans le capital de Mondadori France SAS portant sur 4.285.714 actions, représentant 85,7% du capital de la société,

et,

- (ii) l'apport par Arnoldo Mondadori Editore – Società per azioni à Reworld Media du solde de sa participation en capital dans Mondadori France SAS, soit 714.286 actions représentant 14,3% du capital de la société, rémunéré par la remise d'actions nouvelles Reworld Media conformément aux termes du contrat d'apport en nature d'actions.

1.2. Présentation des sociétés concernées par l'opération

1.2.1. Société bénéficiaire

La société bénéficiaire de l'apport, Reworld Media est une société anonyme dont le siège social est situé 8, rue Barthélémy Danjou, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 439 546 011. Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment A de NYSE Euronext Paris.

Son capital social s'élève à 817.170,16 euros².

Reworld Media est la holding d'un groupe digital international propriétaire de marques média.

¹ La transaction porte sur la totalité du capital de Mondadori France pour un montant de valeur d'entreprise de 70 millions d'euros et fait l'objet d'une clause d'ajustement de prix et d'une clause de complément de prix. L'application de la clause d'ajustement ne portera que sur les actions achetées. La clause de complément de prix peut conduire à un complément de prix de 5 M€ en fonction du niveau d'EBITDA sur les deux prochaines années.

² Après prise en compte notamment de l'augmentation de capital de 8,95 M€ réalisée en avril 2019 et correspondant à l'émission de 3.183.576 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,02 €, au prix unitaire de 2,81 € prime d'émission incluse.

1.2.2. Société apporteuse

La société apporteuse, Arnoldo Mondadori Editore – Società per Azioni, est une société par actions de droit italien au capital de 67.979.168,40 € dont le siège social est situé 12, Via Bianca di Savoia – Milan (Italie), immatriculée au Registre des sociétés de Milan Monza Brianza Lodi sous le numéro 07012130584.

1.2.3. Société dont les titres sont apportés

La société dont les titres sont apportés est la société Mondadori France, société par actions simplifiée au capital de 50.000.000 euros³, divisé en 5.000.000 actions de 10 euros de valeur nominale chacune, dont le siège social est situé 8, rue François Ory – 92543 Montrouge, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 477 494 371.

Mondadori France est la holding du groupe Mondadori France, lequel exerce l'activité d'édition de presse dans le secteur des magazines.

1.2.4. Opérations préalables à l'apport

L'apporteur doit procéder à une recapitalisation de la société Mondadori France comprenant les modalités présentées ci-dessous :

- ✓ apurement partiel des pertes par imputation sur le compte « *prime d'émission* » et le compte « *réserve légale* »,
- ✓ augmentation de capital social de Mondadori France dont la libération de la souscription sera réalisée par compensation avec le montant de la « *Shareholder's Debt* » (tel que ce terme est défini aux termes de Protocole) dont le montant sera estimé au plus tard à la date de réalisation de ladite augmentation de capital par la création d'actions nouvelles (« Augmentation de capital MF »),
- ✓ réduction du capital social de Mondadori France motivée par des pertes d'un montant égal au montant des pertes restant à apurer (« Réduction de Capital MF ») par voie de réduction du capital à 70.000.000 d'euros,
- ✓ modification de la valeur nominale des actions de Mondadori France de 10 euros à 14 euros par voie de regroupement des actions de la Société sans modification du capital social qui resterait égal à un montant de 70.000.000 d'euros.

A l'issue de cette Recapitalisation, le capital de Mondadori France sera de 70 000 000 € et composé de 5.000.000 actions de 14 euros de valeur nominale chacune.

³ Avant et après l'opération de Recapitalisation décrite au paragraphe 1.2.4 de ce rapport.

1.3. Description et évaluation de l'apport

Les 714.286 actions Mondadori France apportées, représentant 14,3% du capital et des droits de vote de cette dernière, ont été évaluées à leur valeur réelle, soit un montant estimé par les parties à 10.000.000 euros soit environ 14 euros par action Mondadori France.

Celle-ci a été appréciée à partir d'une valorisation de la société Mondadori France arrêtée entre les parties sur la base d'un multiple de l'EBITDA consolidé 2018, telle que décrit en Annexe 5.3 du contrat d'apport.

Le Protocole prévoit un « Adjustments of the Reference Price » qui sera réputé affecté à 100% aux actions cédées. Ainsi, la valeur des 714.286 actions apportées ne sera pas impactée par cet ajustement de prix et la valeur totale de l'apport demeurera égale à 10.000.000 euros, soit environ 14 euros pour chacune des actions apportées.

1.4. Rémunération de l'apport

Pour déterminer la rémunération de l'apport, les parties ont retenu les valeurs réelles des actions Reworld Media et des actions Mondadori France.

Il sera émis en rémunération de l'apport 3.558.718 actions Reworld Media (ci-après « les Actions Nouvelles »).

Ces actions nouvelles, d'une valeur nominale de 0,02 euro chacune, auront un prix d'émission de 2,81 euros et seront entièrement libérées.

En conséquence, en rémunération de l'apport, cette opération donnera lieu :

- ✓ à une augmentation de capital de Reworld Media d'un montant global de 9.999.997,58 euros par l'émission de 3.558.718 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,02 euro chacune,
- ✓ au versement par Reworld Media à l'apporteur d'une soulte de 2,42 euros.

Par ailleurs, dès la date de réalisation de l'opération, les actions nouvelles émises en rémunération de l'apport :

- ✓ seront intégralement attribuées à l'Apporteur ;
- ✓ seront dès la date de réalisation définitive de l'augmentation de capital entièrement assimilées aux actions anciennes de la bénéficiaire ;
- ✓ jouiront des mêmes droits et seront soumises à toutes les dispositions des statuts et aux décisions des assemblées générales de la Bénéficiaire ;

1.5. Aspects juridiques et fiscaux

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le contrat d'apport, peuvent se résumer comme suit.

1.5.1. Régime fiscal applicable à l'opération

L'apport est exonéré de droits d'enregistrement (article 810, I du Code Général des Impôts). Chaque partie assume sous sa seule responsabilité le respect des obligations, déclarations et paiements en matière fiscale qui lui incombe à raison de l'apport.

1.5.2. Date d'effet de l'apport

Sur le plan comptable et fiscal, l'opération prendra effet à la date de réalisation.

1.5.3. Date de réalisation de l'apport

Sous réserve de la réalisation des conditions suspensives du Protocole de Cession, l'Apport sera réalisé à la date à laquelle le Conseil d'administration l'approuve et constate l'augmentation de capital en vue de le rémunérer.

Les Actions Nouvelles seront attribuées à la Date de Réalisation et feront l'objet d'une demande d'admission sur le Marché Euronext GrowthTM.

1.5.4. Conditions suspensives

L'apport est soumis aux conditions suspensives suivantes :

- (i) Conditions Suspensives du Protocole de Cession précisées en page 6 du contrat d'apport :
 - 9.1.1 *The obligations of the Parties to proceed with the Closing pursuant to this Agreement are subject to the condition that, on or prior to the expiration of the term referred to in Section 9.2 (Non-Occurrence of Conditions) (as extended pursuant thereto):*
 - (a) *the transaction governed by this agreement and thus the transfer of the Shares and all other transactions contemplated hereto will have been, or deemed to have been, by virtue of the passage of a specified time or otherwise approved, cleared or granted an exemption by all antitrust authorities of competent jurisdiction and by any Authority after the clearance of the periods of time provided for in article L.430-7-1 of the Code de commerce ("Antitrust Clearance");*
 - (b) *no judicial, governmental or regulatory agency or authority having jurisdiction over the Parties, the Company or the Subsidiaries will have issued an enforceable injunction that forbids or prevents the Closing pursuant to this Agreement; and*

(c) the shareholders' meeting of the Buyer shall have duly approved the Contribution in accordance with the terms of this Agreement, it being understood that the conditions set out above are in the interest of both the Buyer and the Seller, and, as such, each may be waived, in whole or in part, exclusively in writing by mutual consent of both Parties on or prior to Term for the Conditions Precedent, but only to the extent that the Seller does not become liable in any manner to the competent Authorities as a result of such waiver.

9.1.2 The undertaking of the Buyer to proceed with the Closing pursuant to this Agreement is also subject to the following condition precedent being met:

(a) the Banks putting at disposal of and making available to (mise à disposition des fonds) the Buyer or to any relevant entity mentioned in the Term Sheets at least Euro 93,300,000 (ninety-three million three hundred thousand) with a view to fund the sale and purchase of the Sold Shares ce ("Banking Condition" and, together with the conditions precedent under letters from (a) to (c) of Paragraph 9.1.1, the "Conditions Precedent").

- (ii) Approbation du conseil d'administration de la Bénéficiaire et constatation de l'augmentation de capital en vue de rémunérer l'Apport.**

A défaut de réalisation des conditions suspensives le 30 septembre 2019 au plus tard, l'Apport serait considéré comme nul et non avenue, sans indemnité de part et d'autre et il serait pris toutes mesures afin de remettre les parties dans la situation qui était la leur avant la signature du contrat d'apport.

2. VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION

2.1. Présentation de la parité retenue par les parties

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre par la société Reworld Media en rémunération de l'apport, les parties ont procédé à une comparaison de la valeur réelle par action de Mondadori France et de Reworld Media selon des approches décrites en annexe 5.3 et 6 du contrat d'apport et selon les méthodes arrêtées dans le protocole d'accord du 19 avril 2019.

La valeur des actions de la société Mondadori France a été déterminée sur la base d'un multiple de l'EBITDA consolidé 2018, telle que décrit en Annexe 5.3 du contrat d'apport et ressort à un montant de 14 € par action (arrondie).

La valeur des actions de la société Reworld Media correspond à la moyenne des cours de clôture des vingt dernières séances de bourse précédant la signature du Protocole de Cession à laquelle est ajoutée une prime de 12,5%, soit un montant de 2,81 € par action. Ce prix par action Reworld Media correspond à celui retenu dans le cadre de l'augmentation de capital intervenue en avril 2019.

Les méthodes utilisées ci-dessus résultent de l'application des règles de fixation convenues entre les parties.

Sur cette base, le rapport de parité entre la valeur unitaire des actions apportées Mondadori France (14 €) et la valeur unitaire des actions Reworld Media (2,81 €) ressort à 4,98.

2.2. Diligences accomplies

Ma mission, prévue par la loi, ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de me permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin d'apprécier la rémunération de l'apport et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le positionnement du rapport d'échange par rapport à ces valeurs relatives jugées pertinentes.

Dans ce cadre, j'ai notamment :

- pris connaissance des objectifs de l'opération ;
- eu des entretiens avec les dirigeants, les responsables des services chargés de l'opération et les conseils des parties, tant pour appréhender le contexte de l'opération, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- pris connaissance du protocole de cession en date du 19 avril 2019 ;
- examiné le contrat d'apport et ses annexes ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel sont positionnées les deux sociétés et leurs filiales ;
- examiné les informations financières historiques des deux sociétés et vérifié que les opinions, correspondant à une certification sans réserve, émises par les commissaires aux comptes permettaient de m'assurer que les derniers états financiers ne contenaient pas d'anomalies significatives ;
- examiné le budget 2019 de Mondadori France et le plan prévisionnel de Reworld Media établis par le management respectif des deux groupes et discuté de la pertinence des hypothèses retenues, notamment afin de m'assurer du caractère homogène de ces hypothèses et des données structurantes pour les deux groupes ;
- pris connaissance des travaux de détermination des valeurs relatives établies par les parties ;
- apprécié la pertinence des approches retenues et des paramètres utilisés ;
- mis en œuvre des méthodes alternatives de valorisation et réalisé des tests de sensibilité du rapport d'échange pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- vérifié l'absence de faits ou d'événements intervenus du 31 décembre 2018 au jour de la signature du présent rapport, susceptibles de remettre en cause les valeurs relatives envisagées ;
- obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants pour chacune des sociétés concernées par l'opération qui m'ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de ma mission.

2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

L'appréciation des valeurs relatives attribuées, par les parties, aux actions des sociétés participant à l'opération appelle, de ma part, les observations suivantes :

- les méthodes de valorisation retenues par les parties pour la détermination de la valeur réelle des actions sont usuelles et adaptées au regard de l'activité des sociétés concernées, de leur taille et de leur structure financière ;
- dans le cadre de mon analyse, j'ai souhaité étendre les critères afin de déterminer la sensibilité du rapport d'échange à des paramètres connexes.

Les évaluations complémentaires menées par mes soins, telles que détaillées ci-après § 2.3.1 à § 2.3.3, sont exclusivement destinées à déterminer les valeurs relatives des entités pour apprécier la parité proposée par les parties.

Dès lors, j'ai écarté les approches d'évaluation qui ne peuvent être mises en œuvre de façon homogène ou cohérente pour les sociétés Reworld Media et Mondadori France.

Dans ce cadre, les approches suivantes ont été jugées inadaptées :

- l'actif net comptable n'est pas été retenu dans la mesure où il ne prend pas en compte le potentiel de développement de Mondadori France. Au cas présent, l'actif net comptable s'élèvera à 70 millions d'euros après la réalisation des opérations de recapitalisation. Ce montant est le résultat des dépréciations enregistrées en minoration de la valeur brute des titres figurant à l'actif de Mondadori France afin de les mettre en ligne avec une valeur des capitaux propres en phase avec la valeur de transaction ;
- l'actif net réévalué est surtout pertinent dans le cas de holdings ou de sociétés présentant un patrimoine ayant une valeur historique inscrite au bilan très en deçà de sa valeur de réalisation économique. Cette approche est donc inadaptée au regard de l'activité de Mondadori France qui peut être appréciée de façon plus pertinente par une approche intrinsèque ;
- la méthode d'actualisation des dividendes consiste à évaluer une action à partir des flux de dividendes futurs qu'elle génère. Cette méthode a été écartée dans la mesure où Reworld Media et Mondadori France n'ont pas distribué de dividendes depuis plusieurs exercices et ne prévoient pas de le faire dans les prochaines années ;
- il n'a pas été fait référence à des cours cibles des analystes en l'absence de cotation des actions de la société Mondadori France. En revanche, il existe un panel d'analystes suivant de manière régulière la valeur des actions Reworld Media. J'évoquerai ce point dans les analyses ;

- la méthode des transactions comparables n'a pas été mise en œuvre à défaut d'identification d'informations disponibles pertinentes.

2.3.1. Paramètres retenus dans les différentes approches d'évaluation par les commissaires aux comptes

Le nombre d'actions et l'endettement net sont les paramètres communs aux différentes méthodes d'évaluation que j'ai mises en œuvre.

J'ai estimé la trésorerie nette de Reworld Media et de Mondadori France à partir des comptes au 31 décembre 2018 en intégrant les conséquences de l'augmentation de capital de Reworld Media intervenue en avril 2019 et des opérations de restructuration du capital devant intervenir au sein de Mondadori France préalablement à l'opération d'apport.

Reworld Media

Le nombre d'actions composant le capital social de Reworld Media intègre les effets dilutifs attachés aux actions gratuites et les BSPCE.

Nombre d'actions Reworld Media dilué		
Date	Opération	Nombre d'actions
31.12.2018		37 616 932
	Augmentation de capital avril 2019	3 183 576
	BSPCE	2 989 511
	Actions gratuites	255 100
Nombre d'actions Reworld Media dilué		44 045 119

L'endettement net au 31 décembre 2018 a été majoré de l'entrée de trésorerie liée à l'augmentation de capital réalisée en avril 2019 soit un montant de 8,95 M€.

Mondadori France

Le nombre d'actions composant le capital social de Mondadori France s'élève à 5.000.000 actions. Comme précisé au point 1.2.4 ci-dessus, les opérations de recapitalisation de Mondadori France devant intervenir préalablement à l'opération d'apport sont sans conséquence sur le nombre d'actions et le montant nominal du capital social à l'issue des opérations.

L'endettement financier net est égal à zéro, conformément au protocole d'accord signé entre les parties.

2.3.2. Approches d'évaluation privilégiées

Les méthodes d'évaluation que j'ai mises en œuvre, l'ont été sur la base des agrégats financiers auxquels j'ai eu accès de la part des deux groupes.

J'ai effectué des tests de sensibilité pour chacune des méthodes afin d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le caractère équitable du rapport d'échange.

2.3.2.1. Cours de bourse – valeur de transaction

J'ai examiné l'évolution du cours de bourse historique de l'action Reworld Media :

- au 18 février 2019, date de la confirmation par Reworld Media au marché des négociations avec le groupe Mondadori pour la cession de Mondadori France ;
- au 8 juillet 2019 afin de suivre les évolutions observées postérieurement à l'annonce ;
- sur des moyennes de cours pondérées des volumes échangés sur des périodes plus ou moins longues à partir de ces deux dates.

Dans le cadre du calcul de la parité d'échange, la valeur de Mondadori France associée au cours de bourse de Reworld Media est la valeur de transaction.

Avant annonce, le cours de bourse de Reworld Media correspond à une valeur sans prise en compte des synergies attachées au rapprochement des deux groupes.

Aucune prime de contrôle n'a été retraitée dans cette approche d'évaluation à la fois chez Mondadori France et chez Reworld Media.

Selon cette approche, la parité qui ressort de l'ensemble de mes analyses, incluant des cours moyens sur des périodes de 1 à 6 mois, est comprise entre :

- 8,70 et 8,97⁴ actions Reworld Media remises en rémunération d'une action Mondadori France avant annonce du rapprochement entre les parties le 18 février 2019 ;
- 4,22 à 5,74⁵ actions Reworld Media remises en rémunération d'une action Mondadori France à partir des cours moyens observés au 8 juillet 2019.

⁴ Cours moyen 6 mois : parité 8,92, Cours moyen 3 mois : parité 8,97, Cours moyen 1 mois : 8,70

⁵ Cours moyen 6 mois : parité 5,74, Cours moyen 3 mois : parité 4,53, Cours moyen 1 mois : 4,22

2.3.3.2. Évaluations par les objectifs de cours des analystes – valeurs de transactions

Cette méthode consiste à évaluer Reworld Media selon les objectifs de cours des analystes financiers avant annonce de l'opération de rapprochement qui suivent ces valeurs.

Reworld Media fait l'objet d'un suivi régulier de la part de plusieurs analystes.

Concernant Mondadori France, société non cotée, j'ai associé au cours de bourse de Reworld Media la valeur de transaction.

L'évaluation par les objectifs de cours des analystes, présente l'inconvénient de ne pas pouvoir être mise en œuvre de façon homogène et cohérente entre les deux sociétés puisque seul un des deux groupes est coté.

Sur cette base, le rapport d'échange s'établit entre 4,23 et 5,00 actions Reworld Media émises en rémunération d'une action Mondadori France.

2.3.2.2. Évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Selon la méthode par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, ci-après méthode DCF, la valeur des fonds propres d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité et de son endettement net à la date de l'évaluation.

Dans le cadre de mes estimations, j'ai retenu le plan prévisionnel établi par le management du groupe Reworld Media pour la période 2019 à 2021 et le budget 2019 de Mondadori France. Ma revue de ces données financières a été réalisée par activité, en considérant les réalisations des dernières années, les programmes de développements décidés à ce jour, les perspectives des marchés et les plans d'investissements.

J'ai extrapolé le plan prévisionnel de Reworld Media et le budget 2019 de Mondadori France sur une durée de sept années pour capter les flux générés par les investissements de développement qui seront effectués sur l'horizon explicite du plan d'affaires et dans un souci d'harmonisation des données.

Enfin, la valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de la période de prévisions, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif⁶ actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

Les taux retenus pour actualiser les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base de paramètres de marché identiques pour les deux groupes.

⁶ en fonction de l'évolution du marché attendue à long terme, de la politique d'investissements et de l'évolution du besoin en fonds de roulement - BFR des deux groupes.

Selon cette approche, la parité ressortant de l'ensemble des analyses de sensibilité est comprise entre 5,94 et 6,55 actions Reworld Media remises en rémunération d'une action Mondadori France.

2.3.2.3. Méthode analogique par référence aux comparables boursiers

Une approche analogique par référence à des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées comparables, a également été mise en œuvre.

La constitution de l'échantillon de sociétés comparables a été arrêtée en fonction des spécificités de Reworld Media et Mondadori France.

J'ai retenu comme indicateur l'EBITDA⁷ projeté aux 31 décembre 2019, 2020 et 2021 en considérant les coefficients moyens des échantillons⁸ des sociétés cotées⁹. C'est en effet l'indicateur le plus homogène dans la mesure où il n'est pas affecté par les différences de politiques d'investissement puis d'amortissement des actifs, dans une industrie fortement capitalistique.

Sur cette base, le rapport d'échange s'établit entre 5,95 et 6,19 actions Reworld Media émises en rémunération d'une action Mondadori France.

⁷ Équivalent de l'Excédent Brut d'Exploitation. Les EBITDA ressortent des plans prévisionnels présentés § 2.3.2.2.

⁸ Sociétés composant mon échantillon Reworld Media : Axel Springer, 1000mercis, Antevenio, Schibsted, Netgem. Sociétés composant mon échantillon Mondadori France : Mondadori, Lagardère, Roularta Media Group.

⁹ Retenues avec une décote de 20 % pour titres non cotés

3. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

3.1. Méthodes retenues par les parties pour déterminer la rémunération des apports

Les parties ont retenu les méthodes suivantes (i) analyse du cours de bourse pour apprécier la valeur des actions de Reworld Media et, (ii) un multiple de l'EBITDA consolidé 2018 pour la valeur des actions de Mondadori France, conformément aux termes du Protocole de Cession signé entre les parties.

L'application de ces méthodes conduit à une parité de 4,98 actions Reworld Media pour 1 action Mondadori France.

3.2. Diligences effectuées

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé et de la rémunération induite.

En particulier, je me suis appuyé sur les travaux précédemment décrits § 2.3. au niveau des sociétés Reworld Media et Mondadori France pour :

- vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées par les parties à chacune des sociétés participant à l'opération ;
- étendre les critères de détermination de ces valeurs relatives.

3.3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

J'ai apprécié le caractère équitable de la rémunération des apports en appliquant des méthodes d'évaluation homogène pour les groupes Reworld Media et Mondadori France.

La fourchette de parité qui résulte de ces calculs, reprise dans le tableau ci-après, ne présente pas de divergence préjudiciable aux actionnaires de Reworld Media par rapport à la parité déterminée par les parties.

Parité Reworld Media / Mondadori France

Parité retenue par les parties	Parité Reworld Media / Mondadori France	
	4,98	
Sensibilité	Basse	Haute
DCF	5,94	6,55
Comparables EBITDA	5,95	6,19
Cours de bourse Reworld Media (avant annonce de l'opération - Référence au 18 février 2019) vs Prix de transaction Mondadori France	8,70	8,97
Cours de bourse Reworld Media (Référence au 8 juillet 2019) vs Prix de transaction Mondadori France	4,22	5,74

La parité retenue par les parties conduira Reworld Media à remettre 4,98 actions en rémunération d'une action Mondadori France apportée.

Suivant les critères, j'observe une fourchette de parité, comprise entre 4,22 et 8,97 actions Reworld Media en rémunération d'une action Mondadori France apportée, qui encadre la parité de 4,98 et qui ressort, dans la majorité des cas, favorable aux actionnaires de Reworld Media.

La référence au Cours de bourse (avant annonce de l'opération au 18 février 2019) vs Prix de transaction n'intègre pas dans la valeur de Reworld Media les synergies attendues par le marché de l'opération.

La parité à partir des cours de bourse après annonce / Prix de transaction s'inscrit dans une fourchette basse (cours moyen 1 mois au 8 juillet 2019 : parité 4,22) qui pourrait apparaître défavorable aux actionnaires de Reworld Media. Toutefois, ceci ne résulte que de l'effet mécanique des calculs basés sur le cours de l'action Reworld Media qui progresse régulièrement depuis la signature du protocole.

4. CONCLUSION

Sur la base de mes travaux, je suis d'avis que le rapport d'échange de 4,98 actions Reworld Media pour 1 action Mondadori France, arrêté par les parties, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 9 juillet 2019

Le commissaire aux apports



Alain AUVRAY